



## RETAIL CENTENARIO, S.A.

Ciudad de Panamá, Panamá

### Informe de Calificación

Sesión de Comité: 12 de julio de 2018

#### Contacto:

(507) 214 3790

Roberto Vallejo

Analista Junior

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

Linda Tapia

Analista Asociado

[etapia@equilibrium.com.pa](mailto:etapia@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 31 de marzo de 2017 y 2018 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:** Luego de la evaluación realizada, el Comité de Calificación de Equilibrium decidió mantener la categoría BBB+.pa asignada 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 se mantiene 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 una cuota 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). La calificación también se apoya en la existencia de un Fideicomiso de Garantías que contiene la primera hipoteca y anticresis del Centro Comercial Altaplaza Mall, cuyo valor de mercado cubre en aproximadamente 2.21 veces el saldo insoluto de los Bonos Corporativos emitidos a marzo del presente ejercicio (la cobertura mínima exigida es de 1.33 veces). Además, se pondera de manera favorable que el Fideicomiso contiene el endoso de las pólizas de seguro que cubren al 80% el valor de

<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

Bonos Corporativos

*Perspectiva*

### Calificación\*

BBB+.pa

*Estable*

reposición de las mejoras realizadas sobre el Centro Comercial Altaplaza Mall.

No obstante lo anterior, la calificación se encuentra limitada por el corto tiempo de operación del Centro Comercial. A lo anterior se suma el elevado apalancamiento de Retail Centenario y los ajustados indicadores de cobertura del Servicio de Deuda. 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. Adicionalmente se toma en cuenta que las series emitidas cuentan con cuotas *balloon* que pueden hacer que estas presenten un riesgo de refinanciamiento, así como la inexistencia de prácticas de buen gobierno corporativo y que el pago de dividendos, si bien está condicionado al cumplimiento de los términos y condiciones de la Emisión, no tiene una política de reparto establecida.

Dado el poco tiempo de operación que presenta el emisor, Equilibrium verificó las proyecciones enviadas por el Emisor. Los flujos estimados en el modelo financiero cumplen con los mínimos exigidos en la Prueba Anual de Cobertura de Flujos, inclusive cuando los supuestos utilizados son conservadores y no consideran el ingreso por comisión variable en los alquileres. Lo anterior se sustenta en el alto nivel de ocupación que presenta el Centro Comercial (94%), 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 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 el Emisor cumpla con lo establecido en sus proyecciones. 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 los niveles de apalancamiento del Emisor.
- Cumplimiento sostenido de la Prueba Anual de Cobertura de Flujos, con mejoras graduales.
- Aumento en el volumen de rentas generadas por el Centro Comercial, ya sea por un aumento en el número de locatarios o por un mayor aporte del componente variable implícito en los alquileres cobrados.

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

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

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

- Ninguna.

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

### Antecedentes

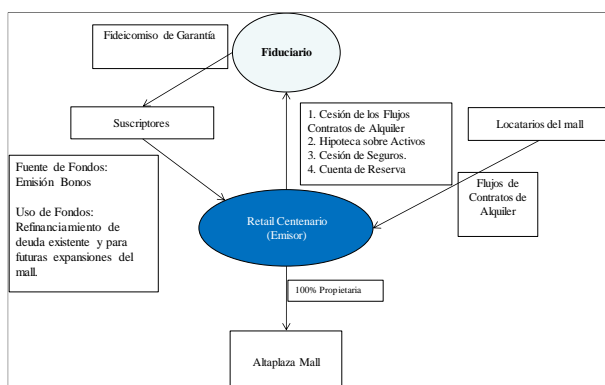
Retail Centenario, S.A. (en adelante, RC o el Emisor) se constituyó el 25 de mayo de 2012, registrando como actividad principal la venta, promoción y administración de bienes raíces, en particular, del Centro Comercial Altaplaza Mall ubicado en la vía Centenario, Provincia de Panamá.

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.

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 US\$138 millones, en donde US\$130 millones, correspondiente a la Serie A, se utilizaron 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.

### Estructura

La estructura de los bonos contempla la cesión por parte de RC de los flujos provenientes de los contratos de alquiler a un Fideicomiso con The Bank of Nova Scotia S.A., quién además custodia una serie de garantías cedidas por el Emisor. El diagrama de la estructura se detalla a continuación:



Fuente: Retail Centenario / Elaboración: Equilibrium

### Componentes

El Fideicomiso de Garantía posee los siguientes bienes los cuales han sido cedidos por parte de Retail Centenario, con la finalidad de respaldar sus bonos corporativos:

- 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 80% del valor de reposición de las mejoras construidas sobre el Centro Comercial.
- 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 mantener 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 Fiduciario con aprobación de éste, para que queden sujetos al Fideicomiso.

### Administración de los Flujos

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

- **Cuenta de Concentración:** es una cuenta corriente del Fiduciario que recibe la cesión de cánones de arrendamiento a fin de ser gestionada y manejada por el Fiduciario. 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. 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 prorratea 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

El uso de los fondos recaudados con la colocación de los Bonos Corporativos, de acuerdo a lo manifestado en el prospecto informativo fue el siguiente:

- 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)

Con el objetivo de mejorar el perfil de riesgo, la estructura establece las siguientes restricciones que Retail Centenario está obligado a mantener mientras se mantenga vigente alguna obligación a favor de los tenedores de bonos:

- 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. Dicho indicador se define como: 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 1.33 veces el saldo en circulación de los Bonos Corporativos emitidos. Dicho valor de mercado deberá ser validado por un evaluador 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 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 de 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.

Esta entidad bancaria forma parte del Grupo The Bank of Nova Scotia de Canadá, el mismo que cuenta con una calificación A1 otorgada por Moody's Investors Service a su deuda de largo plazo. A continuación, se presentan los resultados financieros del banco:

**The Bank of Nova Scotia (Panamá)**

US\$ miles	Oct.15*	Oct.16*	Oct.17*	Mar.18
Activos	12,471	11,709	11,697	11,703
Patrimonio	12,044	11,535	11,552	11,552
Utilidad	-1,593	-471	28	2
ROAA**	-12.25%	-3.90%	0.24%	0.21%
ROAE**	-13.37%	-4.00%	0.24%	0.21%

\*Cierre de año fiscal.

\*\*Cifras Anualizadas

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, Directorio y plana gerencial de Retail Centenario se presentan en el Anexo II. Al respecto, cabe señalar que con fecha 7 de febrero de 2018 se publicó el hecho de importancia correspondiente a la remoción de Conrado Fajardo y Henri Mizrachi del Directorio.

## ANÁLISIS DE RIESGOS DE LA ESTRUCTURA

Los Bonos Corporativos emitidos 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<sup>2</sup>:

- *Riesgo de Pago de Intereses y Capital de la totalidad de los Bonos:* El pago de los intereses y de capital de los Bonos dependerá sustancialmente del arrendamiento de los locales comerciales del Centro Comercial Altaplaza Mall. Adicionalmente, una parte importante de los pagos mensuales están sujetos a porciones variables que dependen del éxito en ventas de los arrendatarios, por lo que los ingresos pueden fluctuar de manera importante de un mes a otro dependiendo de las ventas de estos últimos.
- *Riesgo del Valor de la Garantía:* El valor de la garantía puede verse afectado por las siguientes razones: i) por cambios en el valor comercial del bien hipotecado y sus mejoras debido al riesgo de zonificación y/o cambios adversos en el entorno económico que incidan en la demanda del mercado inmobiliario de Panamá y, ii) por el incumplimiento por parte de los arrendatarios a los contratos de arrendamiento sobre los locales comerciales.
- *Riesgo por la No Renovación de los Contratos de Arrendamiento:* No existe garantía de que los contratos de arrendamiento serán renovados en la fecha de expiración ni que los términos y condiciones de renovación serán similares a los actuales. Si a su vencimiento los contratos no son renovados o reemplazados en términos y condiciones similares a los actuales podría afectarse la capacidad del Emisor de pagar los intereses y capital de los Bonos.
- *Riesgo 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.

<sup>2</sup> El presente listado es referencial y no debe entenderse bajo ningún concepto que estos son los únicos riesgos que contempla la emisión calificada.

- *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.

## ANÁLISIS FINANCIERO DE RETAIL CENTENARIO, S.A.<sup>3</sup>

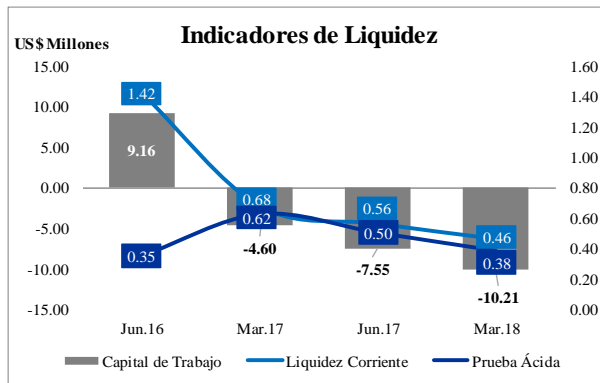
### Activos y Liquidez

Al 31 de marzo de 2018, RC registra activos por US\$143.1 millones, nivel ligeramente superior al exhibido en el mismo periodo del ejercicio anterior (US\$142.2 millones). El activo está conformado principalmente por las propiedades de inversión, que representan 85.61% de los activos a marzo 2018. Cabe señalar que Retail Centenario adoptó el método de costo para calcular el valor de sus propiedades de inversión, por lo que contablemente el Centro Comercial se registra al costo real incurrido en el terreno, así como al costo de construcción del proyecto Altaplaza Mall y las mejoras realizadas. No obstante lo anterior, y de acuerdo al avalúo realizado para el cumplimiento del *covenant* exigido en los Bonos Corporativos, el valor de mercado de Altaplaza Mall es de US\$260.0 millones. La estructura indica que los avalúos deben actualizarse cada tres años. En el Anexo III se encuentra la composición del valor de mercado del Centro Comercial. Otra política contable adoptada por la Empresa vinculada a las propiedades de inversión es la de depreciar el inmueble en 50 años y no en 30 años, generando un menor gasto de depreciación por periodo.

Los activos corrientes de RC totalizan US\$8.8 millones al primer trimestre del 2018, nivel menor al de los pasivos corrientes, registrando un Capital de Trabajo negativo de US\$10.2 millones. Resulta importante señalar que los pasivos corrientes de Retail Centenario registran una cuenta por pagar a los accionistas que asciende a US\$11.5 millones a marzo 2018, cuenta que no tiene plazo de pago pactado ni devenga interés por lo que no representaría una obligación de corto plazo para RC. Bajo esta consideración, el Capital de Trabajo sería de US\$1.2 millones.

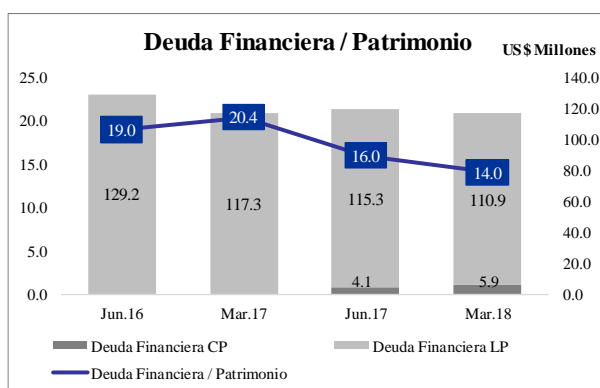
Al analizar la liquidez corriente del Emisor, se ve un ajuste en los indicadores a marzo 2018 respecto a marzo 2017 propio al inicio del pago de las amortizaciones de los bonos corporativos, así como a la utilización de los fondos mantenidos en cuentas corrientes para la constitución de los fondos de garantía (activo no corriente). Lo anterior resultó en un ratio de liquidez corriente de 0.46 veces en marzo 2018 (0.68 veces en marzo 2017). De considerar la cuenta por pagar a los accionistas como pasivo no corriente (al no presentar un plazo definido) la liquidez corriente de Retail Centenario se situaría en 1.16 veces a marzo 2018 y 3.00 veces en marzo 2017. El índice de Prueba Ácida, que considera únicamente el efectivo y equivalente al efectivo, así como las cuentas por cobrar, se ha ubicado históricamente en niveles menores a 1.0. El siguiente gráfico exhibe la evolución de los indicadores de liquidez:

<sup>3</sup> Si bien Retail Centenario S.A. fue constituido en 2012, Altaplaza Mall inicia operaciones comerciales en marzo 2016, por lo cual el análisis financiero de Retail Centenario se realizará desde junio 2016, su primer cierre fiscal posterior al inicio de operaciones.



### Estructura Financiera y Solvencia

Para fondar sus operaciones, Retail Centenario presenta una estructura compuesta en 81.57% de deuda financiera, la cual corresponde íntegramente a la emisión de Bonos Corporativos, los cuáles registran un saldo en circulación de US\$116.8 millones a marzo 2018. El patrimonio neto del emisor se ubica en US\$8.3 millones, 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 una pérdida de US\$16.1 millones durante el ejercicio fiscal 2015-2016, afectando el patrimonio de Retail Centenario. De acuerdo a lo comentado por la gerencia, no se tiene previsto hacer aportes de capital en el corto ni mediano plazo, por lo cual no se debería de esperar una reducción considerable en el ratio deuda financiera / patrimonio. A marzo del 2018 la deuda financiera es 14.05 veces el patrimonio, según se detalla:

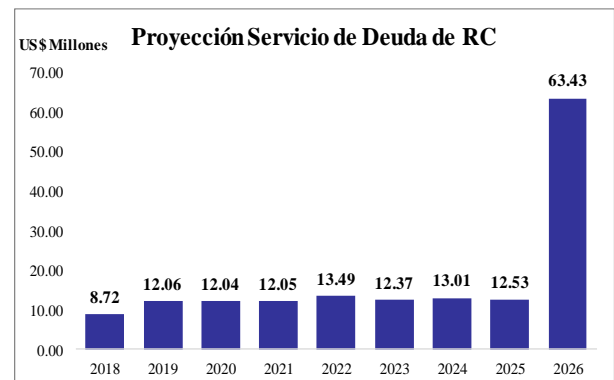


Al considerar los pasivos totales, incluyendo la cuenta por pagar a los accionistas y otros pasivos menores, el apalancamiento contable de RC resulta significativamente alto, al situarse en 16.22 veces en marzo 2018. A medida que el Emisor pueda ir revertiendo la pérdida acumulada y amortice debidamente el saldo de bonos en circulación, el nivel de apalancamiento se irá reduciendo.

Cabe señalar que, si bien los índices de apalancamiento de RC resultan ser relativamente altos, los mismos se encuentran distorsionados por el hecho que las propiedades de inversión se encuentran valorizadas a costo de adquisición y construcción; y no a valor razonable de mercado. Al analizar la cobertura de la deuda financiera con el valor de mercado de Altaplaza Mall, la misma se ubica en 221.0% a marzo 2018 de acuerdo a la certificación trimestral del fiduciario, cumpliendo lo estipulado en la estructura de mejoradores de los Bonos Corporativos (cobertura mínima exigida de 133%).

Retail Centenario ha emitido 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 Serie A representó una colocación de US\$130.0 millones y el uso de los fondos fue para pagar el préstamo bancario que financió la construcción de Altaplaza Mall. Las Series B, C y D por US\$4.0 millones, US\$2.0 millones y US\$2.0 millones se emitieron para financiar mejoras menores en el Centro Comercial, exhibiendo términos y condiciones similares con respecto a la primera Serie emitida, los cuales se detallan en el Anexo IV.

Los cronogramas de pago establecidos en los prospectos complementarios de las series exhiben la existencia de cuotas *balloon* en la última amortización de todas las Series, siendo particularmente relevante aquella asociada a la Serie A (US\$58.4 millones). A la fecha de análisis no se ha definido el mecanismo que se utilizará para afrontar este último pago al vencimiento, propiciando un riesgo de refinanciamiento. Los servicios de deuda segmentados por año se exhiben a continuación:



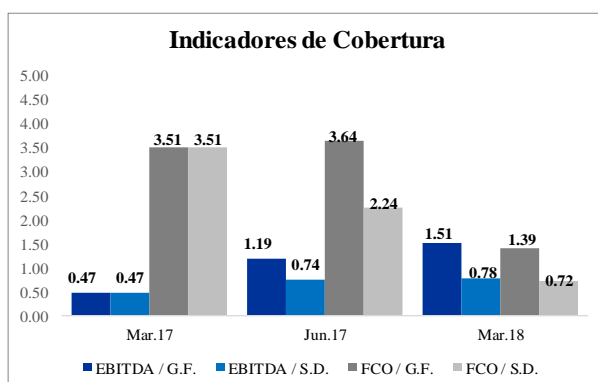
### Generación, Eficiencia y Rentabilidad

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. 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.

Para el análisis, resulta importante señalar que RC reconoce sus ingresos de acuerdo con las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), las cuales establecen que se deben reconocer los ingresos por alquiler tomando en cuenta el prorrateo del periodo de vida estipulado en cada uno<sup>4</sup>.

Debido a lo señalado anteriormente, al analizar la generación mediante el EBITDA, se estaría sobreestimando el flujo real de efectivo que cobra RC por medio de los cánones de arrendamiento en los periodos de análisis. Para monitorear la adecuada cobertura del Servicio de Deuda, el Fiduciario ha establecido un resguardo financiero que recoge los flujos devengados en los últimos 12 meses por alquileres, el mismo que debe ser capaz de cubrir el Servicio de Deuda. Es importante indicar que esta medición no incluye las cuotas de mantenimiento que cobra RC, debido a que esta partida está destinada a financiar los gastos de mercadeo, publicidad, mantenimiento, entre otros, relacionados a la operatividad misma del Centro Comercial. Este *covenant* se tiene que presentar una única vez por año, en la Prueba Anual en junio. A junio de 2017 el resguardo cumplió con su mínimo establecido de 1.15 al situarse en 1.33 veces. De acuerdo a la información recibida del Emisor, Retail Centenario cumple con el resguardo establecido a marzo del 2018.

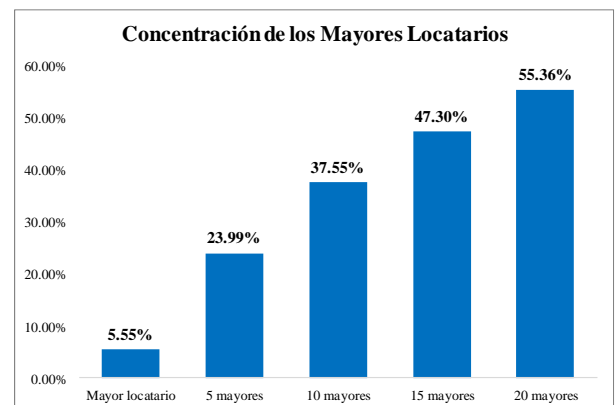
Para dar seguimiento a la cobertura del servicio de deuda y de los gastos financieros, se utilizó el EBITDA y el Flujo de Caja Operativo. Al respecto, al 31 de marzo del 2018 RC no cubre el servicio de deuda al situarse la cobertura en 0.78 veces. Si bien el EBITDA al cierre del primer trimestre del 2018 es 202.65% superior al aquel exhibido en marzo 2017, el inicio de las amortizaciones en ese año mantiene la cobertura a niveles menores a 1.0. Al analizar la cobertura con el FCO resulta importante señalar que 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 constituye una partida extraordinaria para RC que distorsiona el Flujo de Caja Operativo. Los ratios de cobertura con la generación medida mediante el EBITDA y el FCO se exhiben en el siguiente gráfico, al respecto, no se consideró el corte a junio 2016 al ser ambos flujos negativos:



Fuente: Retail Centenario / Elaboración: Equilibrium

<sup>4</sup> Por ejemplo, para el periodo entre julio de 2017 y marzo de 2018, el ingreso por concepto de alquiler totalizó US\$9.3 millones, lo cual es el equivalente a nueve veces el promedio mensual del total de arrendamientos futuros a percibir por Retail Centenario

A la fecha de análisis, Altaplaza Mall cuenta con una ocupación de 94%, por lo cual el margen para generar mayores ingresos por nuevos alquileres es limitado, centrándose la posibilidad de mejorar su generación en las eficiencias operativas que pueda realizar RC y en el desempeño de sus arrendatarios dado el beneficio variable que recibe el Emisor. Al 31 de marzo del 2018, hay más de 180 locales abiertos en Altaplaza Mall y 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: Retail Centenario / 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. Los contratos que mantiene RC a marzo 2018 resultan en un flujo de alquiler con relativa estabilidad en el tiempo y de acuerdo a las proyecciones suministradas deberían cumplir con el pago del servicio de deuda en los siguientes periodos, quedando pendiente la definición de la estrategia financiera para afrontar el vencimiento del 2026.



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

	Jun.16	Mar.17	Jun.17	Mar.18
<b>ACTIVOS:</b>				
<b>ACTIVOS CORRIENTES:</b>				
Caja	1	1	1	2
Cuentas corrientes en bancos	1,463	2,311	1,612	471
Cuentas por cobrar clientes	2,298	2,018	2,194	2,184
Cuentas por cobrar - otros	486	3	9	80
Cuentas por cobrar compañías relacionadas	3,389	4,587	4,865	4,578
Alquileres por cobrar a futuro, porción corriente	72	309	377	574
Inventario de locales comerciales, neto	22,514	0	0	0
Tesoro Nacional, ITBMS, porción corriente	631	248	471	815
Gastos e impuestos pagados por anticipado	3	213	167	58
Fondos de garantía	151		46	70
<b>ACTIVOS CORRIENTES</b>	<b>31,007</b>	<b>9,691</b>	<b>9,743</b>	<b>8,830</b>
<b>ACTIVOS NO CORRIENTES:</b>				
Propiedades de inversión	120,497	122,826	123,853	122,546
Maquinaria, mobiliario y equipos, neto	900	1,041	1,422	2,303
Activos intangibles, neto	16	13	12	7
Adelantos a compras de equipos	551	415	356	163
Adelantos a proveedores	2,808	1,302	449	88
Tesoro Nacional, ITBMS, porción no corriente	5,518	5,546	5,116	4,130
Alquileres por cobrar a futuro, porción no corriente	270	1,193	1,401	2,032
Otros activos	3	154	0	
Fondos de garantía	349		2,335	3,042
<b>ACTIVOS NO CORRIENTES</b>	<b>130,911</b>	<b>132,489</b>	<b>134,942</b>	<b>134,312</b>
<b>TOTAL DE ACTIVOS</b>	<b>161,918</b>	<b>142,180</b>	<b>144,685</b>	<b>143,142</b>
<b>PASIVOS</b>				
<b>PASIVOS CORRIENTES:</b>				
Bonos por pagar, porción corriente	0	0	4,090	5,862
Cuentas por pagar	1,712	1,290	389	427
Retenciones a contratistas	1,701	789	323	212
Anticipos recibidos de clientes	6,406	841	756	703
Cuentas por pagar accionistas	11,639	11,053	11,417	11,463
Retención de ITBMS por pagar	52	5	16	6
Derecho de ingreso diferido, porción corriente	337	308	305	370
<b>PASIVOS CORRIENTES</b>	<b>21,846</b>	<b>14,286</b>	<b>17,296</b>	<b>19,043</b>
<b>PASIVOS NO CORRIENTES:</b>				
Bonos por pagar	129,188	117,337	115,253	110,898
Cuentas por pagar compañías relacionadas	156	0	0	0
Derecho de ingreso diferido, porción no corriente	1,669	1,548	1,455	1,229
Depósitos de garantía recibidos de clientes	2,164	2,880	2,762	2,992
Impuesto sobre la renta diferido	85	375	444	668
<b>PASIVOS NO CORRIENTES</b>	<b>133,261</b>	<b>122,140</b>	<b>119,915</b>	<b>115,787</b>
<b>TOTAL DE PASIVOS</b>	<b>155,108</b>	<b>136,426</b>	<b>137,211</b>	<b>134,830</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)	(1,056)	664	838
Utilidades (pérdidas) retenidas de periodos anteriores	(2,668)	(21,199)	(21,199)	(20,535)
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>6,810</b>	<b>5,754</b>	<b>7,474</b>	<b>8,312</b>
<b>TOTAL DE PASIVOS Y PATRIMONIO</b>	<b>161,918</b>	<b>142,180</b>	<b>144,685</b>	<b>143,142</b>

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

	Jun.16	Mar.17	Jun.17	Mar.18
<b>INGRESOS OPERATIVOS</b>	<b>5,527</b>	<b>12,799</b>	<b>41,945</b>	<b>12,756</b>
Ingresos por arrendamientos	3,645	10,010	13,214	9,314
Cuotas de mantenimiento	1,644	603	3,788	2,993
Ingresos por venta de locales	0	0	24,351	0
Otros ingresos, neto	238	2,186	592	449
<b>Costo del servicio inmobiliario</b>	<b>2,546</b>	<b>4,624</b>	<b>29,804</b>	<b>5,396</b>
Costo por venta de locales	0	0	22,514	0
Costo de mantenimiento	908	1,810	5,023	3,618
Costo por arrendamientos	1,638	2,813	2,268	1,779
<b>RESULTADO BRUTO</b>	<b>2,981</b>	<b>8,175</b>	<b>12,141</b>	<b>7,360</b>
<b>Gastos de ventas, generales y administrativos</b>	<b>19,826</b>	<b>3,784</b>	<b>4,460</b>	<b>1,491</b>
Pérdida en valor neto de realización de locales	16,101	0	0	0
Honorarios profesionales	1,957	1,324	1,562	640
Gastos de mercadeo	1,069	886	953	146
Depreciación y Amortización	67	119	165	219
Otros gastos	631	1,455	1,779	486
<b>RESULTADO OPERATIVO</b>	<b>(16,845)</b>	<b>4,391</b>	<b>7,681</b>	<b>5,868</b>
Gastos financieros	1,611	5,083	6,567	4,742
Amortización de costos por emisión de bonos	4	80	102	73
Menos: Ingresos financieros	12	6	11	8
<b>UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO SOBRE LA RENTA</b>	<b>(18,447)</b>	<b>(766)</b>	<b>1,023</b>	<b>1,062</b>
Impuesto sobre la renta, neto	83	290	359	224
<b>UTILIDAD NETA</b>	<b>(18,531)</b>	<b>(1,056)</b>	<b>664</b>	<b>838</b>

**RETAIL CENTENARIO, S.A.**

INDICADORES FINANCIEROS	Jun.16	Mar.17	Jun.17	Mar.18
<b>SOLVENCIA</b>				
Pasivo / Patrimonio (veces)	22.78	23.71	18.36	16.22
Deuda Financiera	129,188	117,337	119,343	116,760
Deuda financiera / Pasivo	83.3%	86.0%	87.0%	86.6%
Deuda financiera / Patrimonio (veces)	18.97	20.39	15.97	14.05
Pasivo / Activo	95.8%	96.0%	94.8%	94.2%
Pasivo corriente / Pasivo total	14.1%	10.5%	12.6%	14.1%
Pasivo no corriente / Pasivo total	85.9%	89.5%	87.4%	85.9%
Deuda financiera / EBITDA (veces)	-191.1	37.7	15.2	12.4
<b>LIQUIDEZ</b>				
Liquidez Corriente (Activos corrientes / Pasivos corrientes)	1.42	0.68	0.56	0.46
Prueba Ácida <sup>1</sup> (en veces)	0.35	0.62	0.50	0.38
Liquidez Absoluta <sup>2</sup> (en veces)	0.07	0.16	0.09	0.02
Capital de Trabajo <sup>3</sup> (en US\$ miles)	9,161	-4,596	-7,553	-10,213
<b>GESTIÓN</b>				
Gastos operativos / Ingresos	358.7%	29.6%	10.6%	11.7%
Gastos financieros / Ingresos	29.2%	39.7%	15.7%	37.2%
<b>RENTABILIDAD</b>				
Margen Bruto (Resultado Bruto / Ingresos operativos)	53.9%	63.9%	28.9%	57.7%
Margen operativo (Resultado Operativo / Ingresos operativos)	-304.8%	34.3%	18.3%	46.0%
Margen neto (Utilidad neta / Ingresos operativos)	-335.3%	-8.3%	1.6%	6.6%
ROAA <sup>5</sup>	-12.9%	-14.3%	0.4%	1.8%
ROAE <sup>6</sup>	-167.1%	-352.6%	9.3%	36.4%
<b>GENERACIÓN</b>				
Flujo de caja operativo (FCO) (en US\$ miles)	-11,631	22,824	23,890	7,595
Flujo de caja operativo (FCO) anualizado (en US\$ miles)	-11,631	23,496	23,890	8,661
EBITDA ajustado <sup>7</sup> (en US\$ miles)	-676	4,511	7,846	6,088
EBITDA anualizado (En US\$ miles)	-676	3,114	7,846	9,423
Margen EBITDA (EBITDA / Ingresos operativos)	-12.23%	35.24%	18.71%	47.72%
<b>COBERTURAS</b>				
EBITDA / Gastos financieros (veces)	-0.42	0.47	1.19	1.51
EBITDA / Servicio de Deuda (veces)	-0.42	0.47	0.74	0.78
FCO / Servicio de Deuda (veces)	-7.22	3.51	2.24	0.72
FCO / Gastos financieros (veces)	-7.22	3.51	3.64	1.39

**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

RESGUARDOS / COVENANTS	Jun.16	Mar.17	Jun.17	Mar.18
Flujo de cánones de arrendamiento / Servicio de Deuda	N.D.	N.D.	1.33	N.D.
Avalúo de Finca Hipotecada / Saldo Insoluto de Bonos	201.00%	222.00%	218.00%	221.00%

## 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	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.

Sesión de comité: 8 de enero de 2018

## ANEXO II

## ACCIONISTAS, DIRECTORIO Y PLANA GERENCIAL – RETAIL CENTENARIO, S.A.

## Accionistas al 31.03.2018

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

Fuente: Retail Centenario / Elaboración: Equilibrium

## Directorio al 31.03.2018

Directorio	
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 Jeffrey Harari	Director

Fuente: Retail Centenario / Elaboración: Equilibrium

## Plana Gerencial al 31.03.2018

Directorio	
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 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>

Fuente: Retail Centenario / Elaboración: Equilibrium

## ANEXO IV

## 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\$109.6 millones	US\$3.9 millones	US\$1.9 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)	5.25% (años 1 – 2), 5.50% (años 3 – 5), 5.500% (años 6 – 7)	6.25%	6.25%
	5.375% (año 3 -5)			
	5.500% (año 6-7)			
	L3M+3.0% mínimo de 5.5% y techo de 7.0%	L3M+3.0% mínimo de 5.5% y techo de 7.0%		
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	Prueba Anual de Cobertura de Flujos	Prueba Anual de Cobertura de Flujos	Prueba Anual de Cobertura de Flujos
	>1.15 (año 1-3) >1.20 (año 4 – vencimiento)	>1.15 (año 1-3) >1.20 (año 4 – vencimiento)	>1.15 (año 1-3) >1.20 (año 4 – vencimiento)	>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.

© 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 RECOMENDACIÓN 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.