ALBROOK LEASING COMPANY, INC.

Nota No. ALCI/170/2018 .

Panamá, 3 de octubre de 2018

Señores
Prival Bank, S.A.
Agente de Pago, Registro y Transferencia
Ciudad

Referencia: Calificación de Riesgo – Emisión Albrook Leasing Company

Estimados Señores:

En referencia a la Oferta Pública de Bonos Corporativos de Albrook Leasing Company, Inc., hasta por la suma de cien millones de dólares y amparada por la Resolución SMV No.585-15 de 14 de septiembre de 2015, les informamos que el comité ordinario de Calificación de Riesgo, PCR decidió ratificar la calificación para dicha emisión de bonos, según el siguiente detalle:

Calificadora	Pacific Credit Rating
Calificación:	PABBB
Perspectiva:	Estable
Significado de la Calificación:	Los factores de protección al riesgo son razonables, suficientes para una inversión aceptable. Existe una variabilidad considerable en el riesgo durante los ciclos económicos, lo que pudiera provocar fluctuaciones en su calificación.

El informe de calificación de riesgo se adjunta a la presenta nota y ha sido publicado en la siguiente página web: http://www.ratingspcr.com/

Sin otro particular por el momento,

Atentamente,

ALBROOK LEASING COMPANY, INC.

ALEJANDRO ALEMÁN MIRANDA
Representante Legal

Calle 56 A Este – San Francisco, Frente a Super Kosher – Edificio Grupo Los Pueblos * Tel.: 207-8888 * Fax: 207-8881 * Email: ggeneral@gupolospueblos.com

Albrook Leasing Company, Inc.
Emisión Pública de Bonos Corporativos

Comité No 49/2018

Informe con EEFF auditados al 31 de diciembre de 2017	**Fecha de comité: 21/09/2018**
Periodicidad de actualización: Semestral	Sector Inmobiliario/Panamá

Equipo de Análisis

Luis Chang
lchang@ratingspcr.com

Juan Fernando Diaz
jfdiaz@ratingspcr.com

(502) 6635-2166

HISTORIAL DE CALIFICACIONES

Fecha de información	dic-16	jun-17	dic-17
Fecha de comité	18/07/2017	19/10/2017	21/09/2018
Emisión Pública de Bonos Corporativos	paBBB	paBBB	paBBB
Perspectiva	Estable	Estable	Estable

Significado de la Calificación

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

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

"La información empleada en la presente calificación proviene de fuentes oficiales; sin embargo, no garantizamos la confiabilidad e integridad de la misma, por lo que no nos hacemos responsables por algún error u omisión por el uso de dicha información. Las calificaciones de PCR constituyen una opinión sobre la calidad crediticia de una entidad financiera y no son recomendaciones de compra y/o venta de instrumentos que esta emita".

Racionalidad

La calificación de la emisión de Bonos Corporativos se fundamenta en los favorables ingresos del emisor derivado de los ingresos por intereses de las empresas relacionadas a través del alquiler de los locales comerciales, reflejando una apropiada cobertura de los gastos financieros proyectados de la emisión. Asimismo, la emisión posee adecuadas garantías por encima de lo mínimo requerido para hacer frente a sus obligaciones en caso de una contingencia.

Perspectiva

Estable.

Resumen Ejecutivo

La calificación de riesgo otorgada a la Emisión de Bonos Corporativos de Albrook Leasing Company Inc., se basó en la evaluación de los siguientes aspectos:

- **Favorables ingresos del emisor.** Para Albrook Leasing Company Inc. la principal fuente de repago de la emisión proviene de los ingresos que recibe de los préstamos realizados a empresas relacionadas propietarias de los locales. A diciembre de 2017, los ingresos del originador se ubicaron en B/. 4 millones, lo que presentó un incremento del 3.7% respecto a diciembre 2016. Por su parte, se considera que Albrook Mall cuenta con un área de 200,000m² de área comercial y un tráfico promedio de personas mensual de 1.5 millones, permitiendo una estabilidad proyectada en los ingresos futuros.
- **Apropiada cobertura sobre gastos por intereses proyectados.** A diciembre de 2017, el ratio de cobertura fue superior en una vez sobre los gastos financieros. Asimismo, se proyecta un comportamiento positivo de la cobertura para el período de 2018 a 2020, en donde el EBITDA alcanza a cubrir en más de una vez los gastos financieros proyectados por la emisión, registrando un promedio en cobertura de 2.3 veces.
- **Adecuado respaldo por garantías.** La emisión de bonos corporativos se encuentra respaldada por el crédito general del emisor y garantizada por un fideicomiso de garantía, cuyo patrimonio está comprendido por la primera hipoteca y anticresis sobre 195 fincas referentes a varios locales ubicados en el Centro Comercial Los Pueblos Albrook Mall. A la fecha de análisis, los valores de avalúos sumaron un total de B/. 91.1 millones, los cuales tienen un periodo de vigencia de mayo de 2015 a mayo de 2018, superando la cobertura mínima del 130% sobre el saldo insoluto de la emisión de bonos corporativos.

Metodología Utilizada

La opinión contenida en el informe se ha basado en la aplicación de la metodología para Calificación de riesgos para emisiones de mediano y largo plazo de acciones preferentes, bonos, bonos convertibles, acciones de proyectos y títulos de deuda vigente del Manual de Calificación de Riesgo aprobado el 09 de noviembre de 2017.

Información utilizada para la calificación

- **Información financiera:** Estados Financieros auditados del 31 de diciembre de 2012 al 31 de diciembre de 2017.
- **Riesgo Crediticio:** Saldos de cuentas por cobrar, Ingresos por arrendamientos.
- **Riesgo de Liquidez y Solvencia:** Fuentes de financiamiento y proyecciones financieras
- **Riesgo de tasa de interés:** Fluctuaciones que afecten significativamente los ingresos, como resultado de un cambio en las tasas de interés del mercado.
- **Proyecciones Financieras:** Proyecciones de 2018 a 2020.

Hechos de importancia

- En enero de 2018, como parte de una estrategia familiar, se realizó un cambio en la designación del presidente de Albrook Leasing, S.A., dejando a cargo a Alejandro Alfredo Alemán, hijo de Mayor Alfredo Alemán.

Contexto Económico

A diciembre 2017, el crecimiento económico de Panamá fue de 5.4%, siendo la mayor tasa registrada desde 2016 la cual alcanzó 5.3% e inferior al promedio de los últimos tres años, 5.6%. Panamá percibe la tasa de crecimiento más alta de la región al comparar con el promedio que oscila en 1.1% (América Latina y el Caribe). Los resultados positivos se sustentan en los proyectos de construcción de la segunda línea del metro y el tránsito, sumado por la ampliación del Canal, además del alza en las inversiones públicas. Asimismo, el sector privado se ve favorecido y con miras de crecimiento ante el progreso en áreas estratégicas como el transporte y logística, minería y servicios financieros. Para el 2018, el pronóstico del Banco Mundial se mantiene constante en 5.4%.

El saldo de la deuda pública total disminuyó en US$1,311.4 millones (-5.7%) respecto al cierre de diciembre 2016. Durante el año se realizaron diversas aportaciones en función a la mitigación de deuda de parte de Organismos Multilaterales y del BID por US$209.8; así como US$85 millones correspondientes al préstamo de apoyo presupuestario para el impulso a la Modernización de la Gestión Financiera del Estado y US$7.6 millones provenientes de programas suscritos con el Banco de Desarrollo de América Latina. Mientras que la ratio de endeudamiento se situó a diciembre 2017 en 40% del PIB, derivado de la positiva tendencia sobre la producción nacional. Respecto a la gestión fiscal, el déficit fiscal del sector Público totalizó B/. 587 millones, lo que equivale a 1% del PIB presentando una mejora interanual como resultado de una contracción en los gastos y aportación de capital.

Las exportaciones panameñas reflejaron una mejora interanual al registrar que el valor de mercadería a bordo de bienes alcanzó un crecimiento de 3.6% derivado del incremento en exportación de banano (11.3%), café (113.6%), harina y aceite de pescado (15.1%) y camarón (0.2%). De la misma forma, el valor del movimiento comercial de la Zona Libre de Colón creció en 5.3% favorecido por el aumento de las importaciones CIF (Costo, Seguro y Flete) en 6% y de las reexportaciones FOB en 5.7%. Mientras tanto, las importaciones crecieron en 8.6% interanualmente, sobresaliendo los bienes de consumo no duraderos (10.9%) y los bienes intermedios (8.1%), manteniendo el déficit en cuenta corriente. Las Reservas internacionales netas totalizaron B/. 4,337.6 millones, lo cual representó un decremento interanual de B/. 432.9 miles (-9.1%).

Contexto Sector

El comportamiento del sector construcción ha mantenido una tendencia creciente, específicamente en la construcción de plazas comerciales, tanto en el centro de la capital como en los sectores este y oeste de Panamá. Lo anterior, obedece en gran parte a la demanda de los consumidores al exigir servicios complementarios más cercanos al lugar de residencia, evitando la distancia y el tráfico vehicular. Entre los establecimientos que predominan en los grandes centros comerciales se encuentran los restaurantes, farmacias, supermercados, bancos, entre otros. El mercado se encuentra bastante fragmentado, con una diversificada base de locales comerciales con propietarios individuales que en su mayoría los utilizan para sus negocios propios y en menor proporción, grupos o compañías que se dedican a este negocio a mediana o gran escala. Algunas excepciones son los centros comerciales del Grupo Roble (Multiplaza, MetroMall) e Inmobiliaria Albrook (Albrook Mall).

Según CBRE Panamá, para diciembre de 2017 el mercado comercial aumentó en 4.2% metros cuadrados, totalizando en 1,809,273 m^2. Asimismo, los submercados de Periferia Este reflejaron un mayor desarrollo comercial en 665,275 m^2, lo que representó un 36.8% del mercado total de la Ciudad de Panamá, seguido por los submercados de áreas revertidas y periferia norte, cada uno con más de 235,000 m^2 del inventario total. Este crecimiento en metros cuadrados se debió como resultado de una innovación en cuanto al desarrollo en donde las tiendas especializadas fueron principalmente los locales más requeridos con un 482,624 m^2, seguido por los locales desocupados con 306,642 m^2, y grandes tiendas por departamento con 268,161 m^2.

Los precios de alquiler de locales comerciales presentaron una disminución promedio, variando en función del tipo de local, su ubicación y por el tipo de acabado que ofrecen. De esta forma, el metro cuadrado en un local ubicado en un

centro comercial cerrado o "Mall" es típicamente más caro que el metro cuadrado de alquiler en un centro comercial abierto. Al finalizar el segundo semestre de 2017, las rentas promedio bajaron en todas las clases, el precio del arrendamiento para los centros comerciales "Clase A" (enfocados a un mercado exclusivo de marcas internacionales) ronda los US$ 42 por metro cuadrado al mes (diciembre 2016: US$ 54 por metro cuadrado al mes), mientras que los precios de locales comerciales Clase B (marcas locales e internacionales de mediana escala) se encuentran en aproximadamente US$ 28.5 por metro cuadrado al mes (diciembre 2016: US$ 30 por metro cuadrado al mes). Dicho comportamiento fue resultado de la competencia generada por una mayor cantidad de plazas comerciales nuevas que han entrado al mercado con altos estándares.

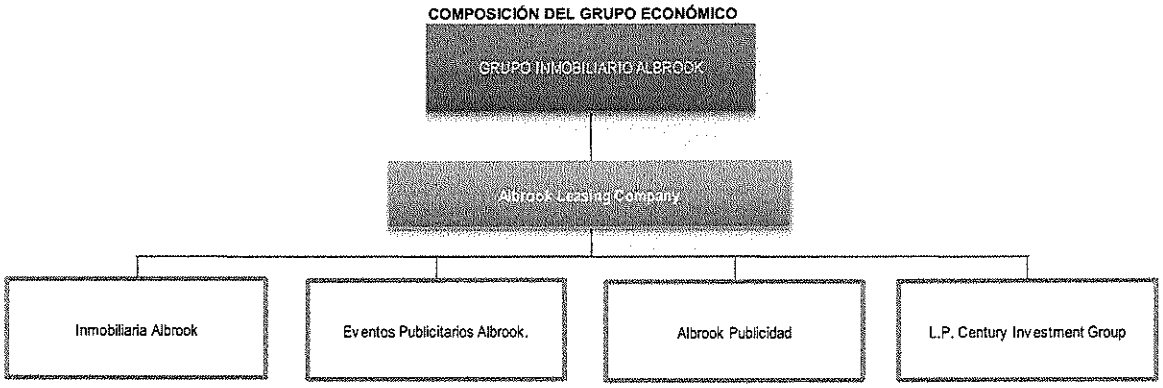
Análisis de la empresa

Reseña

La compañía Albrook Leasing Company Inc. fue constituida en la República de Panamá el 30 de junio de 2011, según escritura pública N° 13634 de la Notaria Quinta del Circuito Notarial de Panamá, República de Panamá, inscrita en el Sistema Tecnológico de Información del Registro Público de Panamá Sistema Mercantil bajo el documento N° 2016781 y ficha N° 742699. Albrook Leasing Company es una compañía cuya principal función es otorgar facilidades de crédito a empresas relacionadas, las cuales a su vez se dedican al negocio de alquiler de locales comerciales (Albrook Mall) y al desarrollo de proyectos inmobiliarios. La oficina de Albrook Leasing Company, Inc. está ubicada en la calle 56 Este, Paitilla, Edificio Supreme Storage, Ciudad de Panamá.

Grupo Económico

Albrook Leasing Company es una compañía cuya principal función es extender facilidades de crédito a empresas relacionadas tales como: Inmobiliaria Albrook, Eventos Publicitarios Albrook, Albrook Publicidad, L.P. Century Investment Group. A su vez, Albrook Leasing Company pertenece al Grupo Inmobiliaria Albrook.



Fuente: Albrook Leasing Company Inc / **Elaboración:** PCR

Gobierno Corporativo

El capital accionario de Albrook Leasing Company está conformado por 10 acciones comunes en circulación con un valor nominal de B/. 1,000.00 cada una. Asimismo, la Junta Directiva está integrada por un equipo profesional con una amplia experiencia y destacada formación.

ACCIONISTAS Y JUNTA DIRECTIVA (DICIEMBRE 2016)	
ACCIONISTAS	**PARTICIPACIÓN**
Grupo Istmo Assets	63%
Grupo Los Pueblos	37%
JUNTA DIRECTIVA	
Alejandro Alfredo Alemán	Presidente
Juan Carlos Fábrega	Tesorero
José Raúl Arias	Secretario

Fuente: Albrook Leasing Company Inc / **Elaboración:** PCR

Operaciones y Estrategias

Albrook Mall es el centro comercial más grande de la región, cuya ubicación se encuentra a cinco minutos de la Ciudad de Panamá. Posee más de 700 tiendas entre las cuales se destacan: supermercado, salas de cine, farmacias, bancos, salones de belleza, establecimientos de juegos y recreación, así como más de 100 restaurantes. Por su parte, el centro comercial cuenta con una gran diversidad referente a la comercialización de productos, tales como: electrónica, perfumería, calzado, ropa, tiendas por departamento, accesorios, souvenirs, joyería, relojería, salud y belleza entre otros.

El centro comercial comprende 307,837m² de área total y 200,000m² de área comercial, y cuenta con 540 locales comerciales operando y 116 quioscos aproximadamente. La distancia total para recorrer en el centro comercial es de 1.2 km y el tráfico promedio de personas es de 1.5 millones al mes. Albrook Mall cuenta con conectividad al área oeste de la

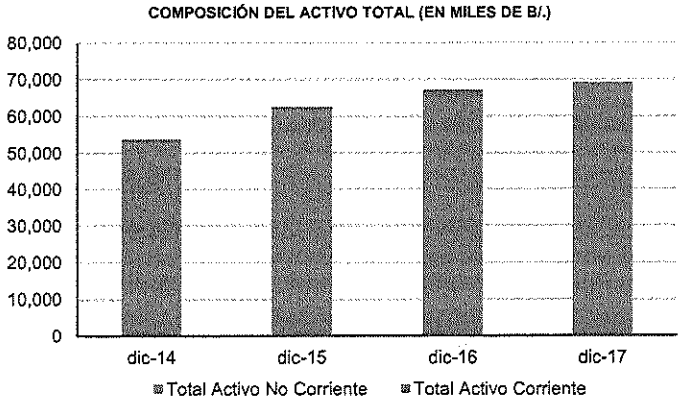
ciudad a través de la Terminal de Transporte, al centro de la ciudad por medio del Metro Bus y el Metro, así como al área de El Dorado a través del puente de Clayton.

Por su parte, el grupo mantiene como estrategia el arrendamiento de los locales como *"Core de Negocio"*, por lo que no planea venderlos. No obstante, se puede evaluar la posibilidad de venta de locales comerciales específicos en el caso que el precio del metro cuadrado se vea atractivo para los accionistas.

Análisis Financiero

Activos

Para la fecha de análisis los activos de Albrook Leasing Company totalizaron B/. 69.2 millones, mostrando un crecimiento interanual de 2.8%, como resultado de un aumento en los préstamos por cobrar con partes relacionadas, siendo este el enfoque principal de la empresa al otorgar facilidades de crédito a las empresas relacionadas. Sin embargo, se observó una reducción en los rubros del efectivo que totalizó B/. 71 miles, con una disminución de B/. 20.9 miles (-41.72%) debido a la pérdida registrada en el periodo por un valor de B/. 5 miles, así como por el pago de impuesto complementario por B/. 1 miles y el desembolso por préstamos a las partes relacionadas por B/. 14.9 miles. De igual forma, asimismo se observó un decremento en las cuentas por cobrar a las partes relacionadas, ya que las mismas fueron recuperadas en el periodo de 2017, además de que los intereses por cobrar a las partes relacionadas reflejaron una disminución esto como consecuencia de una reclasificación de auditoria interna.

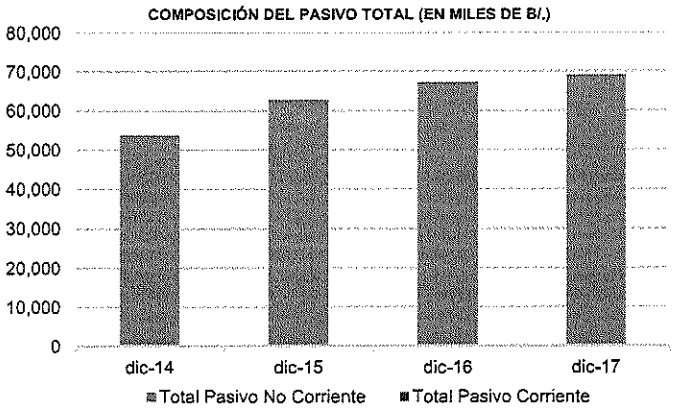


Fuente: Albrook Leasing Company Inc / **Elaboración:** PCR

Pasivo

A diciembre de 2017, los pasivos totales se ubicaron en B/. 69.1 millones, registrando un aumento (+2.8%) respecto al mismo periodo del año anterior (diciembre 2016: B/. 67.2 millones) lo cual se derivó principalmente por el alza en los bonos por pagar por la suma de B/. 1.9 millones totalizando en B/. 69 millones, los cuales representaron el 99.9% de los pasivos totales. Por su parte, los pasivos corrientes mostraron un comportamiento estable con respecto al cierre del año anterior.

En septiembre de 2015, Albrook Leasing Company realizó una emisión de bonos corporativos hasta por un monto de B/.100 millones según SMV No. 585-15, los cuales se utilizaron para financiar la redención anticipada de la emisión de bonos, realizada en marzo 2012, por un monto de B/. 53.5 millones, y el restante se utilizó para otorgar facilidades de crédito a empresas relacionadas hasta por un monto de B/. 45.9 millones.



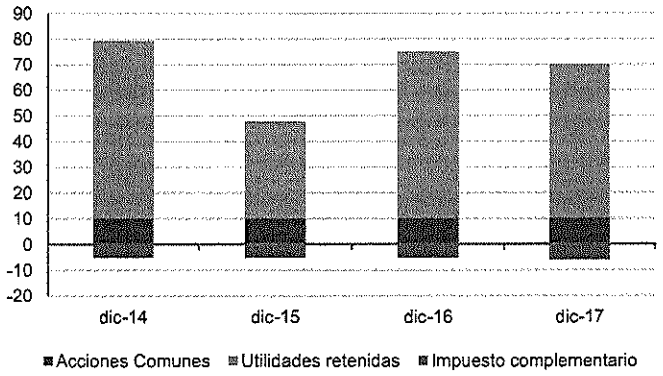
Fuente: Albrook Leasing Company Inc / **Elaboración:** PCR

Patrimonio

El patrimonio total de la institución se situó en B/. 63.9 miles, menor en 8.3% con respecto al monto reflejado el período anterior. Dicho comportamiento obedece al decremento en las utilidades retenidas (-7.7%), las cuales pasaron de B/. 64.9 miles en diciembre de 2016 a B/. 59.9 miles a diciembre de 2017 y por un aumento en el impuesto complementario.

Durante el período analizado, el aporte de los accionistas se ha mantenido constante ubicándose en B/. 10,000.00 conformado por un total de 10 acciones en circulación con un valor nominal de B/. 1,000 por acción.

COMPOSICIÓN DEL PATRIMONIO (MILES DE B/.)



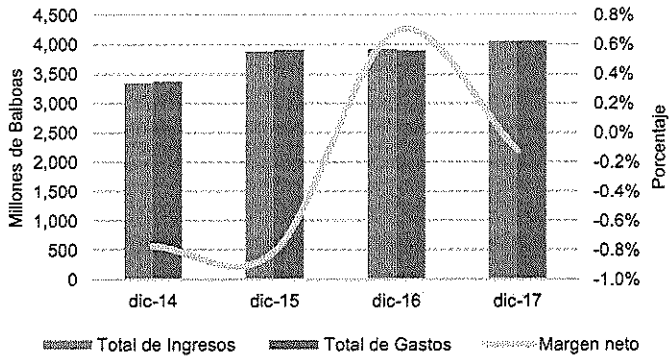
Fuente: Albrook Leasing Company Inc / **Elaboración:** PCR

Resultados Financieros

Para la fecha de análisis, los ingresos de Albrook Leasing Company se situaron en B/. 4 millones, y mostraron un incremento interanual de 3.1% como consecuencia de un aumento en los ingresos por intereses por préstamos a las partes relacionadas (+3.7%) y otros ingresos conformados por las diferencias en los servicios administrativos facturados a las compañías relacionadas en periodos anteriores. Dada la naturaleza del negocio, el 98.9% de los ingresos provienen de los intereses cobrados a empresas relacionadas, que a la fecha de análisis totalizaron B/. 4 millones (diciembre 2016: B/.3.9 millones). Por otro lado, el rubro de ingresos por servicios administrativos se ubicó en B/. 36.1 miles, siendo menor a lo registrado en diciembre de 2016 (B/. 59.1 miles) estos corresponden a los pagos realizados en concepto de mantenimiento de bonos, así como aquellos desembolsos que tengan que ver directamente con la emisión.

Con respecto a los costos y gastos totales incurridos en diciembre de 2017, estos sumaron B/. 4.1 millones, aumentando interanualmente en 4.3% en donde dicho resultado se explica principalmente por el incremento interanual de los gastos por intereses (+4.8%) considerando que tanto los ingresos como los gastos por intereses representan el mismo monto ya que estos son otorgados en las mismas condiciones que fueron recibidos. Por su parte, aunque en menor proporción, se observó un incremento en los gastos por mayores impuestos y honorarios debido a la liberación de una finca y la agregación de otra, movimiento vinculado con el incremento en la emisión de bonos por pagar. Debido a que los gastos fueron mayores a los ingresos totales, se generó una pérdida neta de B/. 5 miles al cierre de 2017 y la fecha de análisis se registró un margen operativo[1] y un margen neto anualizados de -0.12% disminuyendo así interanualmente.

INGRESOS, GASTOS Y MARGEN NETO



Fuente: Albrook Leasing Company Inc / **Elaboración:** PCR

Eficiencia Operativa

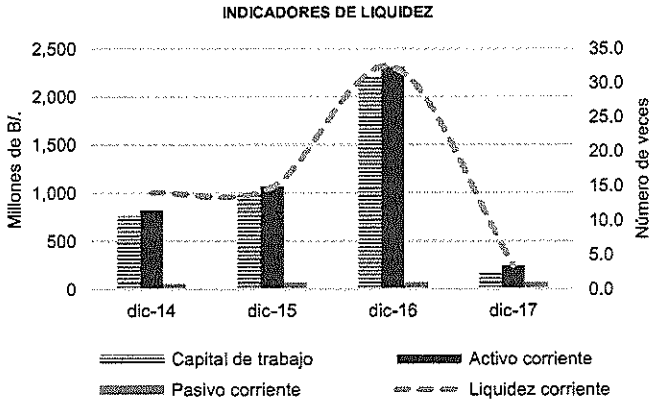
A la fecha de análisis, la eficiencia medida por los gastos operativos sobre los ingresos pasó de 1.7% en diciembre 2016 a 1.3% en diciembre 2017 y dicho comportamiento fue impulsado principalmente por el incremento interanual de los gastos por honorarios e impuestos.

[1] Calculado como Utilidad antes de Impuestos/ Total de Ingresos

Rentabilidad
Durante el período analizado, los indicadores de rentabilidad de Albrook Leasing Company reflejaron un comportamiento negativo, siendo la rentabilidad sobre activos de -0.01% y la rentabilidad sobre el patrimonio de -7.8%, ambas por debajo de lo alcanzado en 2016 (ROA: 0.04% y ROE: 38.9%), lo anterior derivado de un incremento en los costos por intereses por encima de los ingresos.

Liquidez y Flujo de Efectivo
A diciembre 2017, los activos corrientes estuvieron compuestos principalmente por las cuentas por cobrar a las partes relacionadas, que representaron el 56.3% de total de los activos líquidos. Asimismo, para la fecha de análisis, los activos corrientes mostraron una disminución significativa, como resultado de una reclasificación en las cuentas de activos, por un total de B/. 1.9 millones. En lo que respecta a los pasivos corrientes, estos se integran en su mayoría por las cuentas por pagar y otros pasivos y en menor proporción por las cuentas por pagar a las partes relacionadas, las cuales mostraron un comportamiento estable a la fecha.

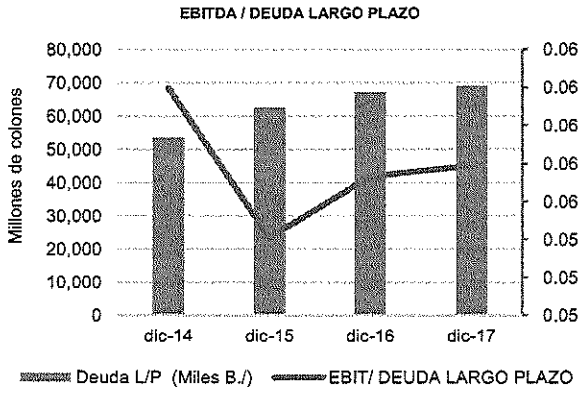
En este sentido, Albrook Leasing Company reflejó un nivel de liquidez que cubrió en 3.5 veces las obligaciones con vencimientos en un corto plazo, menor en comparación al año anterior. (2016: 18.8 veces), registrando un capital de trabajo por B/. 176 miles, como resultado de la disminución en los activos corrientes.

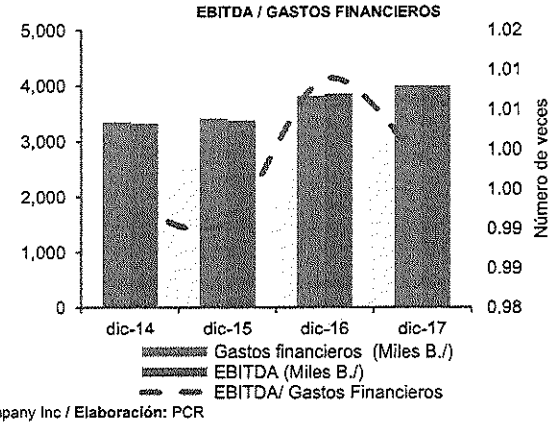


Fuente: Albrook Leasing Company Inc / **Elaboración:** PCR

Solvencia/ Cobertura
La razón de endeudamiento, medida por el pasivo total sobre el activo total, se ubicó en 99.9% a diciembre 2017. Dicho grado de apalancamiento se considera alto aunque acorde con la finalidad de la empresa, la cual es otorgar financiamiento a empresas relacionadas del grupo financiero.

En lo que respecta a la solvencia de la compañía, históricamente el nivel patrimonial ha sido de comportamiento variable, debido a los cambios producidos por los resultados acumulados y del ejercicio. A la fecha de análisis, el capital social representó el 15.7% del patrimonio total, y el indicador de patrimonio sobre activo se mantuvo constante respecto al mismo periodo del año previo (0.1%).
A diciembre 2017, el flujo operativo más las depreciaciones y amortizaciones (EBITDA por sus siglas en inglés) experimentó un incremento interanual del 3.8%, la cual totalizó B/. 4 millones. Respecto a la razón EBITDA/ deuda largo plazo, esta se mantuvo constante respecto al mismo periodo del año previo (0.06 veces), sin embargo, dicho nivel de cobertura se considera bajo para cubrir sus principales obligaciones con los flujos generados por la empresa. Adicionalmente, la razón EBITDA sobre los gastos financieros fue de 1 vez (2016: 1.01 veces), cubriendo exactamente los gastos por intereses.





Fuente: Albrook Leasing Company Inc / **Elaboración:** PCR

PRINCIPALES TÉRMINOS Y CONDICIONES DE LA EMISIÓN

Características	Primer Programa
Emisor	Albrook Leasing Company, Inc.
Instrumento	Bonos Corporativos
Nombre de la Emisión	Emisión de Oferta Pública de Bonos Corporativos
Monto de la Oferta	Monto autorizado: US$ 100,000,000 Serie A: US$ 70,000,000 Series Adicionales: US$ 30,000,000.
Moneda	Dólares de Estados Unidos de América
Tasa de Interés	5.75% La misma puede ser fija o variable dependiendo de la compañía. En caso de ser fija se determinará según la demanda del mercado. Por su parte al ser esta variable, devengará una tasa de interés anual equivalente a LIBOR a un mes, tres o seis meses, más un diferencial que será determinado por la demanda de mercado.
Fecha de Emisión	Septiembre de 2015
Forma y denominación de los bonos	Los bonos serán emitidos de forma nominativa, registrados y sin cupones en denominaciones en denominaciones de mil dólares (US$1,000) y múltiplos de dicha denominación.
Plazo de Emisión	5 años
Pago de intereses	Pagos trimestrales, hasta su fecha de vencimiento o hasta la fecha en la cual el saldo insoluto del bono fuese pagado en su totalidad.
Pago de capital	Al vencimiento o al momento de su redención anticipada.
Agente Estructurador y agente de pago registro y transferencia	Prival Bank, S.A.
Custodio	Central Latinoamericana de Valores, S.A.
Fiduciario	Prival Trust S.A.
Garantías	Los Bonos estarán respaldados por el crédito general del Emisor y garantizados por el Fideicomiso de Garantía, cuyo patrimonio estará comprendido primordialmente hasta por las siguientes garantías: **a)** Primera hipoteca y anticresis con limitación al derecho de dominio sobre una serie de Bienes Inmuebles cuyo valor de avalúo representa por lo menos el ciento treinta por ciento (130%) del Saldo Insoluto de los Bonos. **b)** Cualesquiera otros bienes o sumas de dinero que se traspasen al Fideicomiso por los Fideicomitentes o por aquellos otros Fideicomitentes que de tiempo en tiempo se incorporen al Fideicomiso cuyo valor sea suficiente para satisfacer la Cobertura de Garantías. **c)** Cualesquiera otras sumas de dinero en efectivo que se traspasen al Fideicomiso o que se reciban de la ejecución de los gravámenes (netos de los gastos y costas de ejecución)
Uso de los fondos	**a)** Financiar la redención anticipada de los Bonos Corporativos hasta por un monto US$ 53,500,000 autorizados para su oferta pública mediante resolución N° 84-2012 del 15 de marzo de 2012, por la Superintendencia del mercado de valores. **b)** Otorgar facilidades de crédito a empresas relacionadas por US$45,857,092.50.
Redención Anticipada de la Emisión:	**a)** Habrá una penalidad del 2% durante los primeros dos años si los fondos provienen de una refinanciación. **b)** A partir del tercer año en delante de la Emisión, no habrá penalidad.

Fuente: Albrook Leasing Company Inc / **Elaboración:** PCR

La emisión de bonos corporativos está respaldada por el crédito general del emisor y garantizada por un fideicomiso de garantía, cuyo patrimonio está comprendido por:

- Primera hipoteca anticresis con limitación al derecho de dominio sobre una serie de Bienes Inmuebles cuyo valor de avalúo representa por lo menos el ciento treinta por ciento (130%) del saldo insoluto de los bonos.
- Cualesquiera otros bienes o sumas de dinero que se traspasen al Fideicomiso por los Fideicomitentes o por aquellos otros Fideicomitentes que de tiempo en tiempo se incorporen al Fideicomiso cuyo valor sea suficiente para satisfacer la Cobertura de Garantías.
- Cualesquiera otras sumas de dinero en efectivo que se traspasen al Fideicomiso o que se reciban de la ejecución de los gravámenes (netos de los gastos y costas de ejecución).

En mayo de 2015, se realizó un avalúo sobre los Bienes Inmuebles presentados como garantía al Fideicomiso compuestos por 195 locales comerciales ubicados en el Centro Comercial Los Pueblos Albrook Mall, sector de la terminal de transporte, Corregimiento de Ancón, Provincia de Panamá, el cual tiene un periodo de vigencia de tres años (hasta mayo de 2018). Dichos inmuebles tienen un valor estimado de mercado de B/. 91.1 millones, cumpliendo con la cobertura mínima del 130% establecido, para la fecha de análisis se extendió el avaluó, incorporando una nueva finca en garantía, respecto a

la devaluación en el precio de los locales comerciales, con un valor estimado de mercado por B/. 91.4 millones, manteniendo el nivel de cobertura.

Proyecciones Financieras

Albrook Leasing Company realizó sus proyecciones financieras de forma anual hasta septiembre de 2020[2]. De acuerdo con sus supuestos y a la naturaleza del negocio, los principales ingresos procederán del cobro mensual por el alquiler de locales comerciales que comprenden el patrimonio del fideicomiso en garantía, y en menor medida de otros ingresos procedentes de la venta de locales. Para diciembre 2017 la ocupación de los locales comerciales se situó en 60% del total del centro comercial, en donde la renta se ha mantenido estable en los últimos dos años con un índice de morosidad del 8%, asimismo todos los contratos con los arrendadores se encuentran al día, los cuales cuentan con un plazo de 1 año. Por su parte al cierre de 2017 se registró la venta de un local (PA-M6) con un precio de $552 miles, el cual fue reemplazado por otro local (No. PA-M18. Con un valor de mercado por B/. 416.6 miles) dentro del mismo centro comercial.

En cuanto a los egresos de efectivo, estos se componen de los gastos operativos de la institución y la cuota de mantenimiento de los locales otorgados en garantía. Por su parte, los gastos financieros se componen del pago de intereses y capital de la emisión.

Albrook Leasing Company podrá redimir voluntariamente los bonos de acuerdo con lo establecido en la sección III. A-13 del prospecto de emisión; no obstante, se destaca que habrá una penalización del 2% sobre el saldo de la emisión en el caso que las fuentes de pago provengan de una refinanciación durante los primeros dos años.

FLUJO DE CAJA PROYECTADO (en miles de B/.)	2018	2019	2020
Saldo de Caja Inicial	**1,285**	**8,268**	**8,720**
INGRESOS			
Locales Alquilados (Emisión de Bonos)	5,354	5,354	4,016
Total Ingresos	**5,354**	**5,354**	**4,016**
Otros Gastos			
Luz- Servicio Eléctrico	4	4	3
Agua	1	1	-
Servicios Administrativos	257	257	193
Servicios Administrar locales alquilados	268	268	201
Impuesto de municipio	10	10	7
Seguridad	18	18	14
Impuesto de inmueble	99	99	66
Impuesto Ganancia de Capital	315	315	-
Seguros	131	131	98
Total Otros Gastos	**1,101**	**1,101**	**582**
Total Costo Mantenimiento	**245**	**245**	**184**
EBITDA	**4,008**	**4,008**	**3,250**
Gastos Financieros (Emisión de Bonos)	4,025	3,825	2,626
Amortización Capital (Emisión de Bonos)	-	6,731	62,303
Saldo de Caja Final	**1,268**	**-5,280**	**-66,958**

Fuente: Albrook Leasing Company Inc / **Elaboración:** PCR

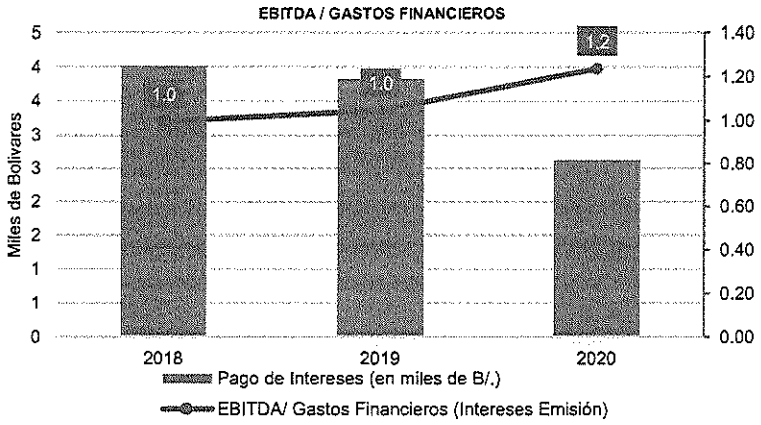
En línea con los supuestos descritos en los párrafos anteriores, Albrook Leasing registra un saldo positivo en su flujo de efectivo durante los siguientes 2 años de operación (2018 - 2019). No obstante, se proyecta un saldo final de efectivo negativo de B/. 53 millones para el año 2020, debido al pago del saldo insoluto de la emisión de bonos corporativos durante este año.

Es necesario destacar que el pago del capital al vencimiento de la emisión no provendrá de un fondo específico, y se efectuará con los activos líquidos del Emisor o con fondos producto de un nuevo financiamiento. En este sentido, la empresa estima realizar una nueva emisión en el 2020 para cancelar el saldo insoluto pendiente.

Por su parte, la empresa refleja un EBITDA positivo a lo largo de la emisión, totalizando en 2018 B/. 11 millones hasta alcanzar los B/. 3.3 millones en el 2020; reflejando flujos positivos que cubren adecuadamente sus necesidades de efectivo y el gasto operacional. A lo largo de las proyecciones, en promedio, la EBITDA representa el 85% de los ingresos operacionales.

Albrook Leasing en sus proyecciones estimó gastos financieros por B/. 4 millones para el 2018, los cuales contemplan los intereses sobre la emisión de Bonos. Con estos pronósticos, se estima una cobertura de EBITDA sobre gastos financieros de una vez para el año 2018. Cabe mencionar que, para diciembre de 2017, la cobertura de EBITDA fue equivalente a una vez sobre gastos financieros.

[2] En Septiembre 2020 vencería el plazo de vigencia para la emisión de bonos.



Fuente: Albrook Leasing Company Inc / **Elaboración:** PCR

Anexos

Balance General Albrook Leasing Company Inc. (en miles de balboas)	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17
Activo					
Efectivo	91	79	48	98	71
Cuentas por cobrar - partes relacionadas	156	187	533	233	139
Intereses por cobrar - Partes Relacionadas	635	518	448	1,942	0
Otros Activos	0	43	43	37	37
Total Activo Corriente	**882**	**827**	**1,072**	**2,310**	**247**
Préstamos por cobrar - Partes relacionadas	53,430	52,930	61,620	65,005	68,922
Mobiliario y equipo - neto	1	0	0	0	0
Total Activo No Corriente	**53,431**	**52,931**	**61,620**	**65,005**	**68,922**
Total Activo	**54,313**	**53,758**	**62,693**	**67,315**	**69,169**
Pasivo					
Cuentas por pagar y otros pasivos	83	59	72	71	71
Total Pasivo Corriente	**83**	**59**	**72**	**71**	**71**
Bonos por pagar	54,125	53,625	62,578	67,174	69,034
Total Pasivo No Corriente	**54,125**	**53,625**	**62,578**	**67,174**	**69,034**
Total Pasivo	**54,208**	**53,684**	**62,650**	**67,245**	**69,105**
Patrimonio					
Acciones Comunes	10	10	10	10	10
Utilidades retenidas	95	69	38	65	60
Impuesto complementario	0	-5	-5	-5	-6
Total Patrimonio	**105**	**74**	**43**	**70**	**64**
Pasivo + Patrimonio	**54,313**	**53,758**	**62,693**	**67,315**	**69,169**

Fuente: Albrook Leasing Company Inc / **Elaboración:** PCR

CUADRO: ESTADO DE RESULTADOS (en miles de balboas)					
INGRESOS	**dic-13**	**dic-14**	**dic-15**	**dic-16**	**dic-17**
Comisiones	0	0	0	0	0
Intereses	3,371	3,348	3,371	3,859	4,003
Servicios Administrativos	200	0	509	59	36
Total Ingresos	**3,570**	**3,348**	**3,881**	**3,918**	**4,039**
COSTOS					
Comisiones	0	0	0	0	0
Intereses	3,371	3,348	3,417	3,818	4,003
Total Costos	**3,371**	**3,348**	**3,417**	**3,818**	**4,003**
Utilidad Bruta	**200**	**0**	**464**	**100**	**36**
GASTOS					
Impuestos	0	0	0	0	2
Honorarios	27	24	471	46	49
Gastos Legales	0	0	0	0	0
Varios	1	2	24	21	0
Total Gastos	**29**	**26**	**495**	**67**	**51**
Utilidad de Operación	**171**	**-26**	**-31**	**33**	**-15**
Otros Ingresos	0	0	0	1	10
Utilidad antes de impuestos	**171**	**-26**	**-31**	**33**	**-5**
Impuesto sobre la renta	43	0	0	6	0
Utilidad (Pérdida) neta	**128**	**-26**	**-31**	**27**	**-5**

Fuente: Albrook Leasing Company Inc / **Elaboración:** PCR

Indicadores Emisión Albrook Leasing Company Inc. (Proyectado)			
	2018	2019	2020
Total Ingresos (en miles de B/.)	5,354	5,354	4,016
Total Gastos Operativos (en miles de B/.)	1,346	1,346	765
Pago de Intereses (en miles de B/.)	4,025	3,825	2,626
Pago del Capital (en miles de B/.)	0	6,731	62,303
EBITDA (en miles de B/.)	4,008	4,008	3,250
Ingresos/ Servicio de Deuda	1.33	0.51	0.06
EBITDA/ Servicio de Deuda	1.00	0.38	0.05
EBITDA/ Gastos Financieros (Intereses Emisión)	1.00	1.05	1.24
EBITDA/ Ingresos Totales	74.9%	74.9%	80.9%
Saldo deuda	**67,174**	**60,443**	**(1,860)**

Fuente: Albrook Leasing Company Inc / **Elaboración:** PCR