Equilibrium
AN AFFILIATE OF MOODY'S INVESTORS SERVICE

EQPA19/176

Panamá, 29 de julio de 2019.

Señores
Bolsa de Valores de Panamá, S.A.
Ciudad de Panamá

Atención: Lic. Olga Cantillo
Vicepresidenta Ejecutiva y Gerente General

Estimados Señores:

Por este medio, hacemos de su conocimiento la decisión del Comité de Equilibrium Calificadora de Riesgo, S.A., de subir de BB+.pa a BBB-.pa la categoría de riesgo otorgada a las Series Senior B, C, D, E y F, así como también subir de B+.pa a BB-.pa la calificación otorgada a la Serie Subordinada A, todas contempladas dentro de la Emisión Publica de Bonos Corporativos de Desarrollos Comerciales, S.A. hasta por US$200.0 millones La perspectiva es Estable.

A su vez, se adjunta el informe de calificación de riesgo con los fundamentos de la calificación otorgada, disponible también en nuestra página web: www.equilibrium.com.pa.

Calificación	Categoría	Definición de Categoría
Emisión Pública de Bonos Corporativos hasta por US$200.0 millones (Series Senior B, C, D, E y F)	*(modificada)* de BB+.pa a BBB-.pa	Refleja adecuada capacidad de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados. La capacidad de pago es más susceptible a posibles cambios adversos en las condiciones económicas que las categorías superiores.
Emisión Pública de Bonos Corporativos hasta por US$200.0 millones (Serie Subordinada A)	*(modificada)* de B+.pa a BB-.pa	Poseen capacidad de pago del capital e intereses en los términos y condiciones pactados, pero ésta es variable y susceptible de debilitarse ante posibles cambios adversos en las condiciones económicas, pudiendo incurrir en incumplimiento.
Perspectiva	*Estable*	

La extensión ".pa" indica que está referida a una calificación local; es decir, comparable con otras entidades panameñas. Por su parte, los signos "+" y "–" se emplean" para expresar menor o mayor riesgo relativo dentro de una misma categoría. La perspectiva indica el escenario más probable de la calificación a futuro.

Atentamente,

Ana Lorena Carrizo
Jefe de Análisis de Riesgo

Equilibrium Calificadora de Riesgo S.A.
Calle 50 y 54 Este, Edificio Frontenac, Oficina 5-A
Bella Vista - Panamá
Tel: (507) 214.3790 (507) 214.7931
E-mail: equilibrium@equilibrium.com.pa

Bolsa de Valores de Panamá
Recibido por: FP
Fecha: 29 Julio 2019
Hora: 11:43 AM

Equilibrium
Calificadora de Riesgo S.A.

DESARROLLOS COMERCIALES, S.A.

Ciudad de Panamá, Panamá

Informe de Calificación
Sesión de Comité: 11 de julio de 2019

Contacto:
(507) 214 3790

Roberto Vallejo
Analista
rvallejo@equilibrium.com.pe

Ana Lorena Carrizo
Jefa de Análisis de Riesgo
acarrizo@equilibrium.com.pa

Instrumento	Calificación (*)
Bonos Corporativos	*(modificada) de BB+.pa a BBB-.pa*
Bonos Subordinados	*(modificada) de B+.pa a BB-.pa*
Perspectiva	***Estable***

(*) Para mayor detalle sobre la definición de las calificaciones y de los instrumentos calificados ver Anexos I y II en la última sección del informe.

La calificación de riesgo del valor constituye únicamente una opinión profesional sobre la calidad crediticia del valor y/o de su emisor respecto al pago de la obligación representada por dicho valor. La calificación otorgada o emitida no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener el valor y puede estar sujeta a actualización en cualquier momento. Asimismo, la presente Calificación de riesgo es independiente y no ha sido influenciada por otras actividades de la calificadora. El presente informe se encuentra publicado en la página web de la empresa (http://www.equilibrium.com.pa), en donde también se pueden 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 septiembre de 2015, 2016, 2017 y 2018 de Desarrollos Comerciales, S.A., así como los Estados Financieros No Auditados al 31 de marzo de 2018 y 2019. Así también se revisó el Prospecto Informativo de los Bonos Corporativos de hasta US$200 millones. Equilibrium comunica al mercado que la información ha sido obtenida principalmente de la Entidad calificada y de fuentes que se conocen confiables, por lo que no se han realizado actividades de auditoría sobre la misma. Equilibrium no garantiza su exactitud o integridad y no asume responsabilidad por cualquier error u omisión en ella. Las actualizaciones del informe de calificación se realizan según la regulación vigente. Adicionalmente, la opinión contenida en el informe resulta de la aplicación rigurosa de la metodología vigente aprobada en Sesión de Directorio de fecha 31/07/2017.

Fundamento: Luego de la evaluación realizada, el Comité de Calificación de Equilibrium decidió subir de BB+.pa a BBB-.pa las categorías asignadas a las Series Senior B, C, D, E y F, así como también subir de B+.pa a BB-.pa la calificación otorgada a la Serie Subordinada A, todas contempladas dentro de la Emisión Pública de Bonos Corporativos de Desarrollos Comerciales, S.A. (en adelante, DC o el Emisor), de hasta US$200.0 millones. La perspectiva se mantiene Estable.

La decisión de mejorar las calificaciones asignadas recoge el fortalecimiento patrimonial aprobado en Junta General de Accionistas del 24 de junio de 2019, en la cual se decidió la capitalización de una Cuenta por Pagar a la sociedad SQF Group, Inc (dueña del 100% de las acciones de DC) por US$12.0 millones. Lo anterior permite que el Emisor revierta el patrimonio neto negativo que mantenía al 31 de marzo de 2019, siendo este un factor relevante de cara a la mejora en los indicadores de solvencia del Emisor.

Así también, las calificaciones asignadas a las Series Senior se sostienen en el respaldo que brindan las estructuras de las emisiones, las mismas que contemplan la cesión de bienes inmuebles custodiados por Fideicomisos de Garantía, así como la cesión de los flujos provenientes de los cánones de arrendamiento que reciben de los locatarios de las propiedades cedidas, los cuales son depositados en Cuentas de Concentración de manera que puedan ser administrados por los Fideicomisos para el pago del Servicio de Deuda. Adicionalmente, las distintas Series Garantizadas de Bonos Corporativos cuentan con la cesión de las pólizas de seguro sobre las fincas hipotecadas, así como la existencia de una Cuenta de Reserva que debe ser capaz de cubrir el Servicio de Deuda de los siguientes tres meses de pago.

También pondera de manera favorable la cobertura que ejerce el valor de los bienes inmuebles sobre el saldo en circulación de las Series Senior emitidas, la misma que, según lo establecido en los Prospectos, debe superar en todo momento el 125% y cuya cobertura se cumple al corte de análisis. Respecto al manejo de los flujos, aporta favorablemente a la calificación el establecimiento de resguardos financieros que son revisados trimestralmente para garantizar el desempeño financiero del Emisor, de manera que los flujos generados por su operatividad sean suficientes para cubrir el Servicio de Deuda. A la fecha de análisis, el Emisor cumple con los resguardos de Cobertura de Servicio de Deuda y Cobertura de Servicio de Deuda Proyectado.

Las calificaciones también consideran favorable la vigencia y duración de los contratos cedidos como garantía, los cuales en conjunto registran un vencimiento promedio superior al 2031, excediendo el vencimiento de las Series Senior en circulación (2026) y la Serie F a ser emitida (2029). Es relevante señalar que los cánones cedidos son de componente 100% fijo, con excepción de aquellos cedidos por Arcos Dorados (Mc Donalds), en los cuales el componente fijo igual es elevado, al situarse en línea del 92%. Lo anterior proporciona una favorable predictibilidad de flujos, respaldando las obligaciones senior en circulación.

Sin perjuicio de lo anteriormente descrito, a la fecha limita poder otorgar una mayor calificación a las Series Senior, los ajustados indicadores financieros que muestra el Emisor. Cabe indicar igualmente que la ajustada situación financiera de DC se encuentra parcialmente sostenida por la tenencia de deuda subordinada. En este sentido, si bien el accionista es tenedor del 100% de los Bonos Subordinados emitidos, la misma computa contablemente como un pasivo. Adicionalmente, esta deuda

considera el pago de intereses a una tasa de 12% anual, los cuales afectan la utilidad de la Compañía por el reconocimiento del gasto y -al no haber sido pagados oportunamente- también incrementan el pasivo por el registro del saldo de intereses por pagar. Por otro lado, resulta importante señalar que la Emisión de los Bonos Corporativos Senior incluye un resguardo de endeudamiento que debe cumplir el Emisor, el mismo que, si bien depura el efecto de los Bonos Subordinados, viene incumpliéndose a la fecha de análisis, conllevando a que el Emisor deba solicitar dispensas. En este sentido, DC cuenta con una dispensa para el cumplimiento de este indicador hasta el mes de junio de 2019; de acuerdo a lo señalado por el Emisor, se ha solicitado una nueva extensión a la misma.

También pondera negativamente en la calificación los bajos indicadores de cobertura del Servicio de Deuda que ha registrado DC en los periodos evaluados. Al respecto, los niveles de generación (EBITDA y Flujo de Caja Operativo) de DC no han sido suficientes para cubrir la totalidad del pago de los gastos financieros y amortización de deuda, habiendo cumplido con el pago de dichas obligaciones mediante la emisión de nueva deuda senior o el aporte de los accionistas a través de la colocación de Bonos Subordinados y la toma de préstamos contabilizados como Cuentas por Pagar a Relacionadas. Cabe indicar que DC ha cumplido en todo momento con el pago del Servicios de Deuda de los Bonos Senior al encontrarse estas respaldadas por los flujos cedidos al Fideicomiso. Asimismo, la calificación otorgada considera que las propiedades estabilizadas de DC se encuentran 100% garantizadas contra la toma de deuda (Bonos, préstamos y líneas no rotativas). Otro de los elementos que actúan como limitante a la calificación consiste en que, de acuerdo a las proyecciones recibidas, el Emisor no contará con los flujos necesarios para la amortización de las Series C, E y F (Series *Bullet*), conllevando a que requiera emitir nuevas series para refinanciar sus obligaciones. En la misma línea, las Series B y D contemplan la posibilidad de ser redimidas anticipadamente a partir del tercer año de emisión; de aplicar dicho derecho, DC también requeriría emitir nuevas series para cumplir con la obligación.

Por su lado, la calificación asignada a la Serie A de Bonos Subordinados recoge el factor de no contar con las garantías y resguardos antes descritos -cuenta con fianza solidaria del accionista- su grado de subordinación y el no haberse registrado pagos de intereses a la fecha de análisis.

Como hecho relevante a la fecha de análisis, DC procedió a realizar la venta del terreno de Parque Logístico (Mornings Property) el 31 de mayo de 2019 por US$13.0 millones. Si bien los fondos se utilizaron para reducir deuda financiera, el valor de la venta conllevó al registro de una pérdida de US$6.2 millones, lo cual aumentó la presión contra el patrimonio (mayor patrimonio neto negativo). No obstante, lo anterior se revierte producto de la capitalización de las Cuentas por Pagar a SQF Group, Inc por US$12.0 millones, a partir de lo cual se proyecta un patrimonio neto positivo para los siguientes ejercicios, según las proyecciones remitidas por el Emisor. Lo anterior resulta relevante en vista que, de acuerdo a la Ley N° 12 del Gobierno de la República de Panamá -la cual establece el régimen de los procesos concursales de insolvencia y dicta otras disposiciones- el registrar estados financieros donde el pasivo exceda el valor del activo es considerado insolvencia.

Finalmente, Equilibrium dará seguimiento al ingreso de los flujos cedidos al Fideicomiso, validando que se cumplan las condiciones de pago establecidas. Asimismo, se dará seguimiento al cumplimiento de las proyecciones recibidas del Emisor, comunicando oportunamente al mercado cualquier modificación en la percepción de riesgo de los instrumentos calificados.

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

- Disminución continua de la Palanca Financiera y la Palanca Contable del Emisor.
- Mejora en la generación de flujos del Emisor que le permita cubrir la totalidad de sus obligaciones financieras.
- Fortalecimiento de las políticas de Gobierno Corporativo mediante la implementación de una política formal de distribución de dividendos o el nombramiento de un Director Independiente.

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

- Disminución relevante en los flujos generados por el Emisor, pudiendo llevar al incumplimiento de los resguardos de cobertura de servicio de deuda.
- Incumplimiento de los resguardos financieros y compromisos contractuales establecidos en los distintos Prospectos.
- La no disminución en el tiempo de la Palanca Financiera y Palanca Contable del Emisor.
- Incrementos en las tasas de interés que tengan repercusión en el nivel de cobertura del gasto financiero.
- Modificación de los términos y condiciones pactados que terminen afectando el grupo de mejoradores de la estructura (respaldo de garantías y resguardos financieros).
- Subordinación de los instrumentos calificados ante una posible emisión de valores con mejores condiciones.
- Pérdida de valor de mercado de las propiedades cedidas al Fideicomiso que afecten la cobertura del saldo de los Bonos Corporativos Senior.
- Desviación de las proyecciones remitidas.

Limitaciones Encontradas durante el Proceso de Evaluación:

- Ninguna.

DESCRIPCIÓN DE LA ESTRUCTURA DE LA EMISIÓN DE BONOS CORPORATIVOS

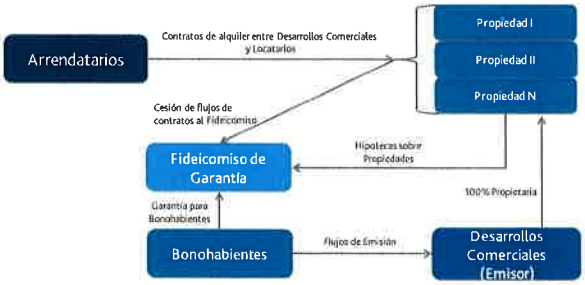
Antecedentes y Hechos Relevantes

Desarrollos Comerciales, S.A. es una sociedad anónima organizada bajo las leyes de la República de Panamá, inscrita en el Registro Público en el mes de junio de 2013. El negocio de DC consiste en la compra y/o construcción y desarrollo de proyectos comerciales ubicados en la República de Panamá, para posteriormente alquilar dichos espacios a terceros.

Al 31 de marzo de 2019, DC contaba con dos subsidiarias: i) Mornings Property, S.A. y ii) Inmobiliaria Valle Claro S.A. Cabe indicar que Mornings Property contenía un terreno como único activo, el mismo que fue vendido el 31 de mayo de 2019, destinando los fondos a la amortización de los financiamientos que se encontraban respaldados por la propiedad. Tras la emisión de la Serie F, próxima a colocarse, se pagarán los financiamientos de la Siesta, cuyos inmuebles serán incorporados al Fideicomiso de Garantías, también se terminará de amortizar una línea de crédito previamente garantizada por la propiedad de Mornings Property y la propiedad San Fernando -este último también será incorporado al Fideicomiso de Garantías- y se amortizará el financiamiento garantizado por la propiedad de Valle Claro (el listado de propiedades estabilizadas del Emisor y sus características se detallan en el Anexo III del presente informe). Para financiar la adquisición y desarrollo de dichas propiedades de inversión, DC utilizó préstamos bancarios y aportes de los accionistas, los cuales fueron posteriormente cancelados mediante la emisión de Bonos.

Estructura de los Bonos Emitidos

El Emisor mantiene inscrito un Programa de Bonos Corporativos no rotativos hasta por US$200.0 millones, el cual le permite colocar Bonos Senior hasta por US$130.0 millones y Bonos Subordinados hasta por US$70.0 millones. El Programa de Bonos tiene un periodo de disponibilidad para emitir las distintas series hasta el 31 de diciembre de 2019.Como condición precedente a las emisiones de Series Senior, DC deberá contar con contratos de arrendamiento firmados donde la cobertura mínima para los próximos cinco años deberá ser mayor a 1.20 veces (en el Anexo II del presente informe se señalan las características de los instrumentos en circulación del Emisor calificados por Equilibrium).En la estructura de los Bonos Corporativos Senior, el Emisor cede la totalidad de los flujos provenientes de los contratos de arrendamiento (en adelante, los Cánones de Arrendamiento) al Fideicomiso administrado por BG Trust Inc. (Subsidiaria de Banco General). El diagrama de la estructura se detalla a continuación:



Fuente: Desarrollos Comerciales / *Elaboración: Equilibrium*

Garantías de las Emisiones de Bonos Corporativos

Los Fideicomisos de Garantía de las Series Senior emitidas por DC poseen las siguientes garantías y bienes, que a su vez han sido cedidos por los Fideicomitentes Garantes correspondientes:

1. Primera hipoteca y anticresis sobre aquellas fincas de propiedad del Emisor, las cuales deberán cubrir en todo momento por lo menos 125% del saldo insoluto de capital de las Series Senior de los Bonos.
2. Cesión irrevocable e incondicional de los flujos provenientes de los Contratos de Arrendamiento, los mismos que han sido cedidos en su totalidad a favor del Fiduciario, a través de un contrato de cesión de cánones de arrendamiento. Dichos flujos de alquiler son depositados en Cuentas de Concentración con el Agente Fiduciario y en una Cuenta de Reserva que permita cubrir los próximos tres meses siguientes de pago de intereses y capital de las Series Senior de Bonos.
3. El saldo depositado en las Cuentas de Concentración y Cuentas de Reservas del Fideicomiso.
4. La cesión irrevocable e incondicional de las pólizas de seguro sobre las mejoras que existan o se incorporen a futuro sobre las fincas hipotecadas al Fideicomiso, las cuales deberán cubrir en todo momento un mínimo del 80% del valor de las mejoras.
5. Cualesquiera otros dineros, bienes o derechos que, de tiempo en tiempo, se traspasen al Fiduciario.

Sobre la Serie A (Subordinada), la misma cuenta con la fianza de SQF, la cual fue incorporada en febrero de 2018 mediante una enmienda realizada a los términos y condiciones del Programa de Bonos.

Administración de los Flujos

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

Cuenta de Concentración: Los fondos en la Cuenta de Concentración son distribuidos por el Agente Fiduciario para realizar los pagos de intereses y capital en forma de cascada, de acuerdo con el orden de prioridades descritas en el Prospecto, lo cual se detalla más adelante en el informe.

Cuenta Reserva: Dentro del Fideicomiso de Garantía se tiene una Cuenta de Reserva en la cual se realizan aportes trimestrales según la cascada de pagos descrita en la Cuenta de Concentración del Fideicomiso de Garantía para cubrir tres meses de cuotas de Capital más Intereses de las distintas Series Senior emitidas. Adicionalmente, se depositan en esta cuenta todos los dineros pagados por las compañías aseguradoras en virtud de siniestros ocurridos en las fincas hipotecadas. Los fondos en la Cuenta de Reserva podrán ser invertidos en cuentas de ahorro, depósitos a plazo fijo y en títulos valores líquidos que sean aceptables al Emisor y al Agente Fiduciario.

Mecanismo de Asignación de Flujos

La distribución de los pagos efectuada por el Agente Fiduciario de manera mensual a través de la Cuenta de Concentración se realiza según el siguiente orden de prelación: i) pago de los gastos generales y administrativos del Emisor que sean presentados y aprobados por el Agente Fiduciario, ii) pago de intereses

de las Series Senior de los Bonos Corporativos, iii)pago de capital de las Series Senior de los Bonos Corporativos, iv) depósito de los fondos a la Cuenta de Reserva de Servicio de Deuda y v)pago de intereses de la Serie A (Bonos Subordinados) de DC, dividendos o mejoras a las propiedades u otras inversiones de capital, siempre y cuando el Emisor esté cumpliendo con todos los términos y condiciones de los Bonos Senior y mantenga una Cobertura del Servicio de Deuda mínima de 1.30 veces y una Cobertura del Servicio de Deuda Proyectado mínima de 1.30 veces.

Como condición especial aplicable solamente a los Bonos Subordinados, sólo se podrá realizar el pago de capital de la Serie A cuando se hayan pagado en su totalidad el capital de todas las Series Senior. Respecto a los intereses de los Bonos Subordinados, dado que el Emisor no ha cumplido históricamente con las condiciones establecidas para el pago de intereses de los Bonos Subordinados, los mismos se han acumulado, mostrando, al 31 de marzo de 2019, un saldo de US$12.6 millones.

Destino de los Recursos

El Emisor utilizó los recursos captados de las distintas Series de Bonos Corporativos Senior para múltiples propósitos, los cuales se listan a continuación:

1. Fondear la cuenta de Reserva de Servicio de Deuda por un monto inicial de US$516.2 mil.
2. Refinanciar deuda bancaria y sobregiro bancario existente.
3. Cancelar cuentas por pagar a su accionista SQF Group por US$15.5 millones.
4. Financiar la adquisición de tierras, diseño y construcción de plazas, edificios, bodegas y/o centros de distribución a ser desarrollados por el Emisor.
5. Para cubrir necesidades de capital de trabajo y otras necesidades corporativas generales del Emisor.

Los fondos provenientes de la Serie F próxima a ser emitida serán destinados al refinanciamiento de deuda existente.

Resguardos Financieros[1]

Con el objetivo de mejorar el perfil de riesgo, la estructura establece las siguientes restricciones que DC está obligado a mantener mientras tenga vigente alguna obligación a favor de los tenedores de los Bonos Corporativos Senior:

Programa US$ 200 Millones *(Series Senior)*	
Flujos / Servicio de Deuda	>1.15 veces
Flujos / Servicio de Deuda proyectada	>1.15 veces
Endeudamiento máximo	< 2.50 veces
Fincas Hipotecadas / Saldo en Circulación	>125%
Pólizas de Seguro de las Fincas Hipotecadas	80% del valor de reposición
Cuenta Reserva	Cobertura de una Cuota de Servicio de Deuda

Fuente: Desarrollos Comerciales / *Elaboración: Equilibrium*

Resulta relevante indicar que DC ha incumplido el resguardo de Endeudamiento Máximo en todo momento, inclusive luego de la modificación realizada en los términos y condiciones del Programa en febrero de 2018, mediante el cual se aumentó el máximo endeudamiento permitido de 2.0 veces a 2.5 veces. Al 31 de marzo de 2019, el ratio se sitúa en 3.95 veces, producto de la acumulación de los intereses de los Bonos Subordinados en el pasivo, y la afectación del patrimonio por el reconocimiento de los gastos financieros asociados a dicho Bono. Cabe señalar que el Emisor tiene una dispensa aprobada hasta el 30 de junio de 2019.

Entidades Participantes

Los Fiduciarios

La estructura de los Bonos Senior de DC involucra a la empresa Fiduciarias BG Trust, Inc., subsidiaria de Banco General, S.A. y Subsidiarias. A continuación, se presentan las principales cifras del fiduciario:

B.G. Trust, Inc.

US$	Dic.16	Dic.17	Dic.18
Activos	6,731,407	7,888,888	9,057,260
Patrimonio	6,721,529	7,832,742	9,021,856
Utilidad	996,814	1,147,777	1,231,133
ROAA	15.92%	15.70%	14.53%
ROAE	15.97%	15.77%	14.61%

Fuente: BBVPA / *Elaboración: Equilibrium*

Composición Accionaria, Directorio y Plana Gerencial

Las acciones de Desarrollos Comerciales son 100% propiedad de SQF Group, Inc. (en adelante SQF), cuyos accionistas cuentan con amplia trayectoria en el sector comercial e inmobiliario. Cabe indicar que el Grupo Tagarópulos, principal accionista de SQF, ha registrado cierta recomposición en sus propiedades en los últimos ejercicios. Al respecto, realizaron el cierre organizado de una de las principales empresas que mantenía el Grupo (no venía siendo rentable) y vendieron favorablemente una importante porción de sus activos en una empresa. Por otro lado, con fecha 01 de abril de 2019, el señor Isaac Bernal asume el cargo de Gerente Comercial en reemplazo de Alessandra Olivares. El Accionariado, Directorio y Plana Gerencial de DC se muestran en el Anexo IV del presente informe.

ANÁLISIS DE RIESGO DE LA ESTRUCTURA

Cada Emisión bajo el Programa de Bonos Corporativos de DC puede verse negativamente afectada por diversos factores de riesgo, los cuales han sido listados en el Prospecto Informativo. Entre los riesgos que merecen mayor atención y, de acuerdo con la situación actual de la estructura misma de las Emisiones, se encuentran los siguientes:

• *Riesgo de Desastre Natural:* La ocurrencia de un desastre natural, particularmente uno que cause daños que excedan la cobertura de las pólizas de seguro, podría tener un efecto adverso significativo en el negocio del Emisor, su condición financiera y sus resultados operativos.

• *Riesgo General del Emisor:* La principal fuente de ingresos de las subsidiarias del Emisor proviene del arrendamiento de sus

[1] Para revisar la definición y cálculo de los resguardos financieros remitirse al Prospecto Informativo de la Emisión Pública de Bonos Corporativos hasta por US$200.0 millones de Desarrollos Comerciales S.A.

locatarios. Una baja en los ingresos o flujos de caja de estas compañías podría afectar la capacidad de pago de los arrendamientos y por tanto afectar el desempeño del Emisor y el repago de las distintas Series de Bonos.

• *Riesgo de la Industria:* El Emisor está indirectamente sujeto a las fluctuaciones en la generación de nuevos locales comerciales, así como al comportamiento de la actividad macroeconómica del país, pudiendo afectar la capacidad de Desarrollos Comerciales de arrendar los locales comerciales.

• *Riesgo de Garantías de la Emisión:* Los bienes otorgados en garantía podrían sufrir una disminución en su valor de mercado, por lo cual el valor de venta en caso de ejecución de las garantías podría ser inferior al monto de las obligaciones de pago relacionadas a la Emisión.

•*Riesgo de Renovación de los Contratos de Arrendamiento*: No existe garantía de que los contratos de arrendamiento serán renovados en su fecha de expiración, ni de que los términos y condiciones de la posible renovación de dichos contratos serán similares a los actuales, lo cual podría afectar la capacidad del Emisor de pagar los intereses y capital de las Emisiones.

• *Riesgo del Entorno:* Las operaciones del Emisor y sus clientes están ubicadas en la República de Panamá. En consecuencia, la condición financiera y los resultados operativos del Emisor, incluyendo su capacidad de satisfacer las obligaciones de pago concernientes a las distintas Series de Bonos Corporativos Senior emitidas, dependen principalmente de las condiciones políticas y económicas prevalecientes en el tiempo en Panamá.

ANÁLISIS FINANCIERO DE DESARROLLOS COMERCIALES

Para el análisis financiero del Emisor, se tomaron las cifras de Desarrollos Comerciales S.A. y Subsidiarias, debido a que, conforme se emitan las Series Senior Adicionales, los activos serán traspasados al Emisor y los inmuebles incorporados al Fideicomiso de Garantías.

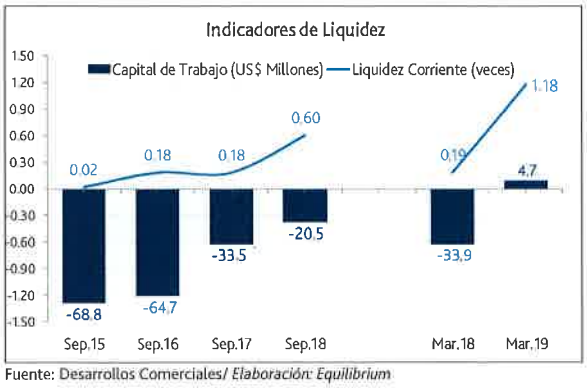
Activos y Liquidez

Al 31 de marzo de 2019, los activos de DC ascendieron a US$171.8 millones, registrando un leve crecimiento interanual de 1.12%, sustentado principalmente en un incremento en los alquileres por cobrar a futuro. Los contratos de alquiler emitidos por DC contienen cláusulas de aumento de 3-5% anual en el canon de arrendamiento. Dado que las Normas Internacionales de Contabilidad Financiera (NIIF) establecen que se deben reconocer los ingresos de alquiler tomando en cuenta el prorrateo de vida estipulado en cada uno de los contratos, se reconoce un ingreso de alquiler mayor al realmente percibido y la diferencia se registra como una cuenta por cobrar a futuro.

Debido a la naturaleza de las operaciones de DC, el mayor activo lo constituyen las propiedades de inversión, rubro que representa el 76.08% de los activos totales. Cabe resaltar que dicha partida disminuye en 14.64% respecto a marzo de 2018, producto de: 1) la reclasificación de un inmueble de propiedad de inversión a activo disponible para la venta, y 2) una disminución en el valor de mercado de los inmuebles mantenidos por el Emisor. La reclasificación del inmueble a activo disponible para la venta corresponde a una propiedad con un valor en libros de US$22.4 millones, la cual se encontraba en proceso de venta al corte de análisis, habiendo informado el Emisor a esta Clasificadora que la misma se concretó al cierre del mes de mayo del ejercicio en curso, tomando dichos flujos para amortizar deuda que se encontraba garantizada por el terreno y por otra propiedad que pasaría a garantizar la Serie F a emitirse próximamente.

Cabe señalar que todas las propiedades que posee el Emisor son registradas inicialmente a su costo de adquisición o de construcción, para luego ser ajustadas a valor de mercado actual. Dicho ajuste permite estimar el respaldo de las garantías asociadas a los Fideicomisos de cada Emisión. A la fecha de análisis, DC cuenta con 18 propiedades de inversión, de las cuales 16 corresponden a centros comerciales y locales estabilizados, uno a un proyecto en curso y un proyecto por desarrollar.

El efecto combinado de la reclasificación de la propiedad de US$22.4 millones a activo disponible para la venta y el aumento del saldo de alquileres por cobrar a futuro explicadas anteriormente, aunado a mayores saldos mantenidos la cuenta de efectivo y un menor nivel de préstamos de corto plazo, propició mejoras en los indicadores de liquidez, tal como se exhibe en el gráfico líneas abajo.



Fuente: Desarrollos Comerciales/ *Elaboración: Equilibrium*

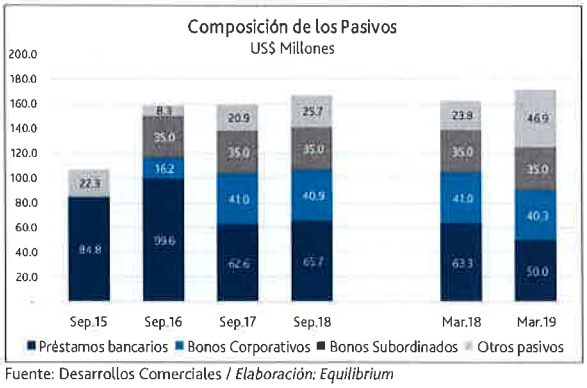
Dada la naturaleza del negocio de DC, los indicadores de liquidez corriente que presenta la Empresa son ajustados y suelen registrar capital de trabajo negativo, toda vez que su principal activo productivo lo conforman las propiedades de inversión, por lo que su capacidad de afrontar sus obligaciones a corto plazo es medida a partir de los flujos operativos provenientes del alquiler de las mismas. En el caso del Emisor, las obligaciones a corto plazo son utilizadas para la adquisición de terrenos y desarrollo de plazas comerciales a largo plazo.

Estructura Financiera y Solvencia

Para fondear la adquisición de terrenos y construcción de plazas comerciales, DC utiliza las líneas de financiamiento que mantiene con Banco General. El Emisor posee además un Programa No Rotativo de Bonos Corporativos de hasta US$200 millones, vigente hasta el 31 de diciembre de 2019, que les permite emitir tanto Bonos Corporativos Senior (hasta US$130.0 millones) con plazos hasta de 10 años y Bonos Subordinados (hasta US$70.0

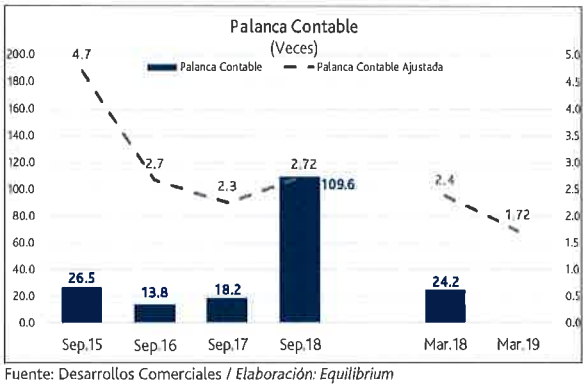
millones) con plazo de 25 años[2].Los Bonos Subordinados han sido adquiridos por los propios accionistas y su amortización, al igual que el pago de intereses, se encuentran condicionados a una serie de términos establecidos en el prospecto informativo de la Emisión, los cuales fueron explicados anteriormente. En línea con lo anterior, cabe indicar que la tasa de interés de las Series correspondientes a Bonos Subordinados -los mismos que por su propia naturaleza no poseen ningún tipo de garantía- es de 12%. Adicionalmente, dichos Bonos se incluyen como parte de los fondos de capital para los cálculos de los indicadores de apalancamiento de la Emisión.

Al 31 de marzo de 2019, los pasivos de DC totalizaron US$172.2 millones, mostrando un crecimiento de 5.54% respecto al mismo periodo de 2018, el mismo que se sustenta en el incremento de los intereses acumulados por pagar de los Bonos Subordinados (+US$4.2 millones) y en cuentas por pagar a compañías relacionadas. En el periodo de análisis, DC recibió un aporte de su accionista por US$18.0 millones (contabilizado como cuenta por pagar a relacionadas), saldo que fue utilizado para pagar financiamientos bancarios. A la fecha de análisis, la deuda financiera total asciende a US$125.3 millones, nivel que retrocede en US$14.1 millones respecto a marzo de 2018 debido al aporte previamente descrito. De acuerdo a lo indicado por el Emisor, contemplan la emisión de Bonos Subordinados (dentro de la Serie A) por US$14.8 millones, los mismos se utilizarían para descontar el saldo de cuentas por pagar a relacionadas (US$16.5 millones, luego de la capitalización de US$12.0 millones el 24 de junio del 2019). A continuación, se detalla la evolución de los pasivos de DC, incorporándose en los "otros pasivos" las cuentas por pagar a relacionadas y los intereses por pagar asociados a la Serie A:



Fuente: Desarrollos Comerciales / *Elaboración: Equilibrium*

Al registrar un patrimonio negativo al 31 de marzo de 2019, no se puede realizar el cálculo del Apalancamiento Contable del Emisor (pasivo / patrimonio), el mismo que registró un nivel considerablemente elevado al 30 de septiembre de 2018 (109.58 veces), debido a la toma de deuda bancaria y al incremento en los intereses acumulados por pagar a los tenedores de Bonos Subordinados. De acuerdo a las cifras proporcionadas por el Emisor al 31 de mayo de 2019, las cuales representan el balance proforma incorporando el ajuste por la capitalización, la palanca contable se sitúa en línea de las 60.00 veces. De realizar un ajuste a dicho indicador -excluyendo los Bonos Subordinados y las cuentas por pagar a relacionadas del pasivo (en los estados financieros del Emisor se señala que estas cuentas se "capitalizarían" mediante la emisión de Bonos Subordinados) - la Palanca Contable Ajustada se sitúa en 2.72 veces al 30 de septiembre 2018 y 1.72 veces al 31 de marzo 2019. La evolución del Apalancamiento Contable de DC se detalla a continuación:



Fuente: Desarrollos Comerciales / *Elaboración: Equilibrium*

Por su lado, la Palanca Financiera (deuda financiera total / EBITDA) de DC continúa con la tendencia a la baja, aunque aún permanece en niveles muy elevados, ubicándose en 19.05 veces al 31 de marzo de 2019 (26.75 veces en el mismo periodo de 2018). De realizar un ajuste en la Palanca Financiera (excluyendo los Bonos Subordinados), la misma se situaría igualmente en niveles elevados (13.73 veces a marzo 2019). Si bien el Apalancamiento Financiero de DC es elevado, el 79.73% de la deuda financiera es a largo plazo. Adicionalmente, resulta relevante indicar que la deuda actual contempla el desarrollo del proyecto Santa Fe, el mismo que favorecerá el EBITDA y el nivel de apalancamiento luego de entrar en operación al cierre del 2019.

Luego de la Emisión de la Serie F y las siguientes Series Senior a ser emitidas al cierre de 2019 e inicios del 2020[3], DC cancelaría las deudas bancarias en las que incurrió para financiar sus propiedades, pasando a tener una estructura de amortización mensual más estable a lo largo del plazo en circulación de los Bonos. Para garantizar el pago del Servicio de Deuda de los Bonos Corporativos Senior emitidos por DC, las Series Senior cuentan con el respaldo de un Fideicomiso de Garantía. Dicho Fideicomiso cuenta con la hipoteca de bienes inmuebles que respaldan la Emisión y el prospecto establece que el valor de mercado de los inmuebles hipotecados debe cumplir con una cobertura mínima de 125% sobre el saldo en circulación de la deuda. A continuación, se detalla el cumplimiento de dicho resguardo para las Series en circulación:

	Límite	Sep.16	Sep.17	Sep.18
Fincas Hipotecadas / Saldo en Circulación	>125%	163.49%	169.76%	169.57%

Fuente: Desarrollos Comerciales / *Elaboración: Equilibrium*

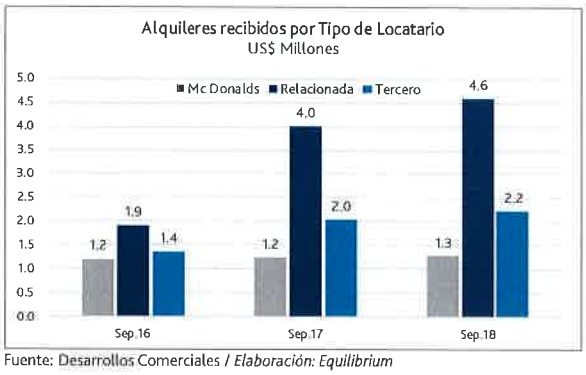
Rentabilidad y Eficiencia

Al 31 de marzo de 2019, los ingresos de DC ascendieron a US$4.4 millones, nivel superior en 3.22% al registrado en el

[2]De acuerdo a lo establecido en el Artículo 292 de la Constitución Política de Panamá, las obligaciones bajo la Ley Panameña tienen un límite de 20 años, conllevando a que eventualmente el tenedor de dicho instrumento pueda solicitar la redención anticipada en el año 20. Esto, sin embargo, es mitigado por el hecho de que el tenedor de dichos Bonos Subordinados es el accionista SQF, el cual ha brindado fianza.

[3] Para poder realizar las emisiones planteadas en las proyecciones del Emisor, DC deberá extender el plazo para poder colocar nuevas Series, cuyo vencimiento es en el mes de diciembre de 2019.

mismo periodo de 2018. Al cierre fiscal 30 de septiembre de 2018, aproximadamente el 66% de los alquileres recibidos por DC se encontraban cedidos al fideicomiso como respaldo a las Series Senior. Resulta relevante indicar que los ingresos por alquileres que ostenta el Emisor tienen un alto componente fijo, el cual asciende al 100% en las plazas comerciales y se sitúa por encima del 92% en los locales arrendados por Arcos Dorados (Mc Donalds); adicionalmente, los contratos de arrendamiento de DC son en su mayoría de larga duración, resultando en una vigencia promedio superior al cierre del 2031; ambas características confieren una favorable predictibilidad de flujos a DC. Los arrendatarios del Emisor son principalmente compañías relacionadas, señalándose el crecimiento en los alquileres al cierre fiscal por tipo de locatario en el siguiente gráfico:

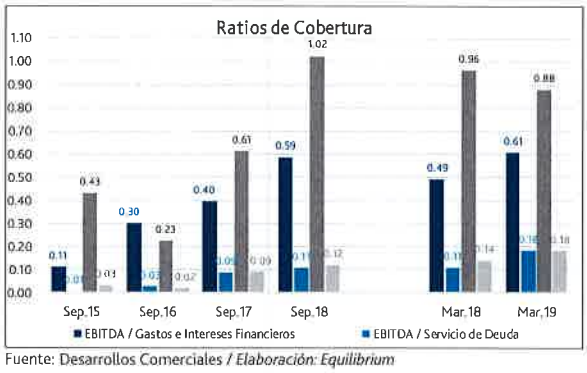


Fuente: Desarrollos Comerciales / *Elaboración: Equilibrium*

A pesar de exhibir constantes mejoras en los flujos de ingresos y mayores eficiencias que han ido impulsando el margen operativo de la Compañía, la elevada carga financiera ha revertido la ganancia desde el ejercicio 2017, resultando en continuas pérdidas netas que han perjudicado el patrimonio de DC. Resulta relevante indicar que en los periodos analizados previos al 2017, de no considerar el efecto favorable por el cambio en el valor razonable de las propiedades de inversión, se habría registrado también pérdida neta. Cabe indicar que los intereses de la deuda subordinada, si bien no representan una salida de efectivo, representan un gasto anual de US$4.2 millones, elevando la carga financiera. Por otro lado, las Series B y D están sujetas a una tasa de interés variable referenciada a la tasa LIBOR 3 meses, las misma que, debido a la tendencia al alza registrada hasta febrero 2019, propició que las tasas superen las mínimas establecidas en las Emisiones en circulación. El no contar con tasas máximas podría significar un aumento en el costo financiero del Emisor.

Generación y Capacidad de Pago

Al analizar la generación de DC, el EBITDA anualizado registra un aumento interanual de 48.37% al 30 de septiembre de 2018 y 26.25% al 31 de marzo de 2019. La evolución del EBITDA se comporta de manera muy similar a los ingresos, por lo que se espera que su tendencia se mantenga en los siguientes ejercicios con el aumento anual de los cánones de arrendamiento y la entrada en operación de Santa Fé. Al analizar el Flujo de Caja Operativo anualizado, el mismo se sitúa en US$6.3 millones al 30 de septiembre de 2018, superando en 64.71% al registrado al cierre fiscal 2017.Al 31 de marzo de 2019, se registra un ligero ajuste en el FCO anualizado debido a la devolución de anticipos a clientes. La mejora del EBITDA propició mejoras en las coberturas de gastos financieros y Servicio de Deuda; mientras que las coberturas con FCO se ajustan Al 31 de marzo 2019. Resulta relevante indicar que, para el cálculo de la cobertura con FCO, solo se consideran los intereses efectivamente pagados (IP), excluyendo los intereses asociados a la deuda subordinada. En el gráfico siguiente se exhibe como la generación del Emisor es insuficiente para cubrir sus gastos financieros y obligaciones de deuda, señalando adicionalmente que la porción corriente de deuda de largo plazo utilizada para el cálculo considera los préstamos de corto plazo no rotativos y créditos interinos, los cuales han requerido de emisión de nueva deuda y aportes de capital para poder ser cancelados.



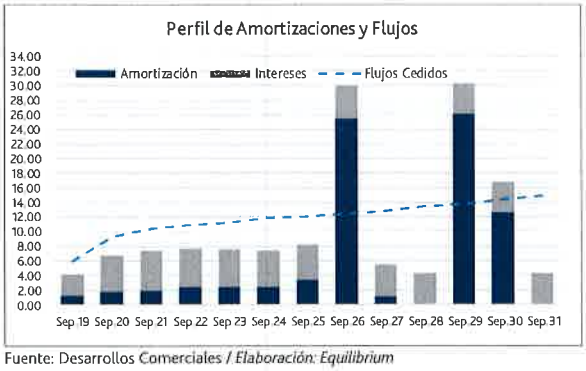
Fuente: Desarrollos Comerciales / *Elaboración: Equilibrium*

En línea con lo anterior, DC mantiene como uno de sus principales retos el poder hacer frente a sus compromisos de corto plazo, dado que tiene la obligación de pagar interés y amortizar capital de las Series Senior de forma trimestral. Para garantizar estos pagos, los resguardos financieros que debe cumplir es el de mantener una Cobertura de Servicio de Deuda y una Cobertura de Servicio de Deuda proyectada superior a 1.15 veces. Al 30 de setiembre de 2018, dichos resguardos se cumplen de acuerdo al siguiente cuadro:

	Límite	Sep.16	Sep.17	Sep.18
Flujos / S.D	>1.15	1.63	1.70	1.64
Flujos / S.D. Proyectado	>1.15	1.79	1.66	1.20

Fuente: Desarrollos Comerciales / *Elaboración: Equilibrium*

Por otro lado, con relación a los vencimientos de las distintas Series emitidas, continuación se muestra la amortización de capital e intereses de las Series Senior en circulación y por ser emitidas de acuerdo a las proyecciones recibidas por el Emisor:



Fuente: Desarrollos Comerciales / *Elaboración: Equilibrium*

En el gráfico anterior se muestra que, hasta el 2025, los flujos cedidos permitirán cubrir suficientemente las obligaciones de las Series Senior. No obstante, en el año 2026 existe una mayor presión para el pago de capital por parte del Emisor debido al

vencimiento de las Series *Bullet* (C y E). El mismo escenario se repetiría en el 2029 y 2030 para el pago de las amortizaciones de la Serie F y próximas emisiones del Programa, que, de acuerdo a lo señalado por el Emisor, también serían *Bullet* (pago del 100% al vencimiento). Si bien las Series están respaldadas por contratos de arrendamiento que cuentan con un plazo superior al 2031; DC mantiene el riesgo de poder refinanciar oportunamente las Series Senior para calzar el pago de las obligaciones con los flujos cedidos. Cabe indicar que las proyecciones recibidas no permiten determinar que se contarán con los flujos para poder pagar la Serie A (Subordinada).

DESARROLLOS COMERCIALES, S.A. & SUBSIDIARIAS
ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA CONSOLIDADO
(En miles de dólares)

	Sep.15	Sep.16	Sep.17	Mar.18	Sep.18	Mar.19
ACTIVOS						
Efectivo y depósitos en Bancos	100	411	418	1,098	865	1,057
Depósitos pignorados	-	10,000	-	-	-	-
Cuenta de Concentración	-	180	658	442	240	486
Cuenta de Reserva de Deuda	-	214	625	676	966	1,038
Alquileres por Cobrar a futuro	-	1,746	3,312	3,605	4,701	4,701
Cuentas por Cobrar	77	149	191	-	206	282
Activos mantenidos para la venta	-	-	-	-	22,420	22,420
Cuentas por cobrar - empleados y otros	-	-	107	-	196	172
Otros activos circulantes	1,124	1,812	2,059	1,890	1,519	1,516
ACTIVOS CORRIENTES	1,301	14,512	7,371	7,711	31,113	31,673
Propiedades de inversión	100,942	139,530	151,803	153,152	128,272	130,730
Cuentas por cobrar - compañías relacionadas	128	1,998	247	247	253	253
Mobiliario y equipo, neto	40	480	413	386	359	332
Plusvalía	-	7,850	7,850	7,850	7,850	7,850
Activos intangibles	7,224	318	276	252	220	192
Activos mantenidos para la venta	-	5,225	-	-	-	-
Otros activos	1,482	599	304	327	689	797
ACTIVOS NO CORRIENTES	109,815	156,000	160,893	162,214	137,643	140,153
TOTAL DE ACTIVOS	111,116	170,512	168,264	169,926	168,756	171,825
PASIVOS						
Préstamos bancarios por pagar	66,011	77,413	38,833	38,630	48,306	23,843
Porción circulante de bonos corporativos por pagar	-	-	233	888	1,269	1,557
Cuentas por pagar	2,435	401	604	768	328	729
Intereses por pagar	-	-	102	105	112	123
Anticipos de clientes	347	351	642	333	936	334
Retenciones a contratistas	1,129	716	-	-	-	-
Gastos e impuestos acumulados por pagar	221	324	485	870	652	359
PASIVOS CORRIENTES	70,144	79,205	40,898	41,594	51,603	26,945
Préstamo bancario por pagar, excl porción circulante	18,767	22,152	23,803	24,705	17,372	26,135
Bonos senior, excl. porción circulante	-	16,173	40,756	40,153	39,592	38,780
Bonos subordinados	-	35,000	35,000	35,000	35,000	35,000
Cuentas por pagar - compañías relacionadas	15,475	2	8,024	8,665	8,851	28,493
Intereses por pagar - bonos subordinados	-	2,296	6,347	8,447	10,547	12,647
Impuesto sobre la renta diferido	2,341	4,067	4,512	4,512	4,125	4,125
Otros pasivos	342	124	177	119	140	119
PASIVOS NO CORRIENTES	36,925	79,813	118,619	121,602	115,627	145,300
TOTAL DE PASIVOS	107,069	159,018	159,516	163,196	167,230	172,244
PATRIMONIO DE LOS ACCIONISTAS						
Capital social	10	10	10	10	10	10
Capital adicional pagado	125	525	588	588	588	588
Utilidades del periodo	3,938	6,505	(2,247)	(2,018)	(7,202)	(1,945)
Utilidades retenidas de periodos anteriores	(26)	4,486	10,441	8,193	8,193	992
Impuesto complementario	-	(32)	(44)	(44)	(64)	(64)
TOTAL PATRIMONIO	4,047	11,494	8,748	6,730	1,526	(419)
TOTAL DE PASIVOS Y PATRIMONIO	111,116	170,512	168,264	169,926	168,756	171,825

DESARROLLOS COMERCIALES, S.A. & SUBSIDIARIAS
ESTADO DE RESULTADOS CONSOLIDADO
(En miles de dólares)

	Sep.15	Sep.16	Sep.17	Mar.18	Sep.18	Mar.19
INGRESOS OPERATIVOS	2,295	5,963	9,464	4,296	10,125	4,434
Costo de ventas	-	-	-	-	-	-
MARGEN DE CONTRIBUCIÓN	2,295	5,963	9,464	4,296	10,125	4,434
Gastos de ventas, generales y administrativos	(2,283)	(3,342)	(3,833)	(1,223)	(2,672)	(963)
UTILIDAD OPERATIVA	11	2,621	5,631	3,073	7,453	3,471
Otros ingresos, neto	8,957	12,472	3,363	2	(4,433)	12
Cambio neto en el valor razonable de propiedades de inversión	8,957	13,411	3,359	-	(4,501)	-
Otros ingresos/(gastos)	-	(939)	5	2	68	12
UTILIDAD OPERATIVA ANTES DE INTERESES E IMPUESTO	8,968	15,092	8,994	3,075	3,020	3,483
Gastos e intereses financieros	(3,118)	(6,822)	(10,512)	(5,093)	(10,501)	(5,428)
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO SOBRE LA RENTA	5,850	8,270	(1,518)	(2,018)	(7,481)	(1,945)
Impuesto sobre la renta, neto	(1,912)	(1,766)	729	-	(279)	-
UTILIDAD/ PÉRDIDA NETA	3,938	6,505	(2,247)	(2,018)	(7,202)	(1,945)

DESARROLLOS COMERCIALES, S.A. & SUBSIDIARIAS

INDICADORES FINANCIEROS	Sep.15	Sep.16	Sep.17	Mar.18	Sep.18	Mar.19
SOLVENCIA						
Pasivos / Patrimonio	26.46	13.84	18.24	24.25	109.58	N.A.
Deuda Financiera / Pasivo	0.79	0.95	0.87	0.85	0.85	0.73
Deuda Financiera / Patrimonio	20.95	13.11	15.85	20.71	92.74	N.A.
Pasivo / Activo	96.4%	93.3%	94.8%	96.0%	99.1%	100.2%
Pasivo Corriente / Pasivo total	65.5%	49.8%	25.6%	25.5%	30.9%	15.6%
Pasivo No Corriente / Pasivo total	34.5%	50.2%	74.4%	74.5%	69.1%	84.4%
Deuda Financiera / EBITDA	246.17	73.57	33.31	26.75	22.92	19.05
Deuda Financiera + Relacionadas / EBITDA	291.11	73.57	35.24	28.41	24.35	23.38
LIQUIDEZ						
Liquidez Corriente (Activo Cte. / Pasivo Cte.)	0.02	0.18	0.18	0.19	0.60	1.18
Prueba Ácida (Activo Cte. - Inventario - Gastos pagados x	0.00	0.16	0.13	0.14	0.14	0.29
Liquidez Absoluta (Efectivo / Pasivo Cte.)	0.00	0.14	0.04	0.05	0.04	0.10
Capital de Trabajo (Activo Cte. - Pasivo Cte.)	(68,843)	(64,693)	(33,527)	(33,883)	(20,490)	4,728
GESTIÓN						
Gastos Financieros / Ingresos	135.9%	114.4%	111.1%	118.5%	103.7%	122.4%
RENTABILIDAD						
Margen Bruto	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
Margen Operativo	0.5%	43.9%	59.5%	71.5%	73.6%	78.3%
Margen Neto	171.6%	109.1%	-23.7%	-47.0%	-71.1%	-43.9%
ROAA*	n.d	4.6%	-1.3%	-0.6%	-4.3%	-4.2%
ROAE*	n.d	83.7%	-22.2%	-15.7%	-140.2%	-225.9%
GENERACIÓN						
FCO + IP	1,992	1,540	3,846	3,464	6,335	2,866
FCO + IP anualizado	1,992	1,540	3,846	6,126	6,335	5,738
EBITDA	344	2,049	4,162	3,123	6,175	3,526
EBITDA anualizado	344	2,049	4,162	5,210	6,175	6,578
Margen EBITDA	15.0%	34.4%	44.0%	72.7%	61.0%	79.5%
COBERTURAS *(datos anualizados)*						
EBITDA / Gastos e Intereses Financieros	0.11	0.30	0.40	0.49	0.59	0.61
EBITDA / Servicio de Deuda	0.01	0.03	0.09	0.11	0.11	0.18
FCO +IP / IP	0.43	0.23	0.61	0.96	1.02	0.88
FCO / IP + PC Deuda LP	0.03	0.02	0.09	0.14	0.12	0.18

*Anualizados

Covenants	Sep.15	Sep.16	Sep.17	Mar.18	Sep.18	Mar.19
Cobertura de Colateral sobre saldo de Bonos (min. 125%)	N.A.	163.49%	169.76%	169.76%	169.57%	N.D.
Cobertura del Servicio de Deuda (minimo 1.15 veces)	N.A.	1.63	1.70	1.79	1.64	N.D.
Cobertura de servicio de deuda proyectada (minimo 1.15 veces)	N.A.	1.79	1.66	1.66	1.20	N.D.
Endeudamiento (max 2.5 veces)*	N.A.	2.67	2.85	3.07	3.62	3.97

* Endeudamiento maximo = Total de Pasivos - Saldo insoluto de capital de los Bonos Serie A / Patrimonio Total + Saldo insoluto de capital de los bonos serie A. Aumentado de 2.0 a 2.5 en febrero de 2018

ANEXO I
HISTORIA DE CALIFICACIÓN – DESARROLLOS COMERCIALES, S.A.

Instrumento	Calificación Anterior* (Al 31.03.19)**	Calificación Actual (Al 31.03.19)**	Definición de Categoría Actual
Emisión Pública de Bonos Corporativos hasta por US$200.0 millones **Serie Senior B** **(hasta por US$9.3 millones)**	*(nueva)* *BB+.pa*	*(modificada)* *de BB+.pa a BBB-.pa*	Refleja adecuada capacidad de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados. La capacidad de pago es más susceptible a posibles cambios adversos en las condiciones económicas que las categorías superiores.
Emisión Pública de Bonos Corporativos hasta por US$200.0 millones **Serie Senior C** **(hasta por US$ 7.6 millones)**	*(nueva)* *BB+.pa*	*(modificada)* *de BB+.pa a BBB-.pa*	Refleja adecuada capacidad de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados. La capacidad de pago es más susceptible a posibles cambios adversos en las condiciones económicas que las categorías superiores.
Emisión Pública de Bonos Corporativos hasta por US$200.0 millones **Serie Senior D** **(hasta por US$ 13.75 millones)**	*(nueva)* *BB+.pa*	*(modificada)* *de BB+.pa a BBB-.pa*	Refleja adecuada capacidad de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados. La capacidad de pago es más susceptible a posibles cambios adversos en las condiciones económicas que las categorías superiores.
Emisión Pública de Bonos Corporativos hasta por US$200.0 millones **Serie Senior E** **(hasta por US$ 11.25 millones)**	*(nueva)* *BB+.pa*	*(modificada)* *de BB+.pa a BBB-.pa*	Refleja adecuada capacidad de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados. La capacidad de pago es más susceptible a posibles cambios adversos en las condiciones económicas que las categorías superiores.
Emisión Pública de Bonos Corporativos hasta por US$200.0 millones **Serie Senior F** **(hasta por US$ 9.2 millones)**	*(nueva)* *BB+.pa*	*(modificada)* *de BB+.pa a BBB-.pa*	Refleja adecuada capacidad de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados. La capacidad de pago es más susceptible a posibles cambios adversos en las condiciones económicas que las categorías superiores.
Emisión Pública de Bonos Corporativos hasta por US$200.0 millones **Serie Subordinada A** **(hasta por US$70.0 millones)**	*(nueva)* *B+.pa*	*(modificada)* *de B+.pa a BB-.pa*	Poseen capacidad de pago del capital e intereses en los términos y condiciones pactados pero ésta es variable y susceptible de debilitarse ante posibles cambios adversos en las condiciones económicas, pudiendo incurrir en incumplimientos.

**Sesión de Comité del 19 de junio de 2019*
***Corresponde al corte de información financiera utilizada para el análisis.*

ANEXO II
DETALLE DE LOS INSTRUMENTOS CALIFICADOS POR EQUILIBRIUM
Oferta Pública de Bonos Corporativos, hasta por US$200.0 millones

	Serie A (Subordinada)	Serie B	Serie C	Serie D	Serie E	Serie F
Monto Colocado	US$ 35.0 millones	US$ 9.3 millones	US$ 7.6 millones	US$ 13.75 millones	US$ 11.25 millones	US$ 9.2 millones*
Saldo en Circulación (31.03.2019)	US$ 35.0 millones	US$ 8.84 millones	US$ 7.6 millones	US$ 13.41 millones	US$ 11.25 millones	-
Fecha de Colocación	Marzo 2016	Marzo 2016	Marzo 2016	Noviembre 2016	Noviembre 2016	-
Plazo	25 años	10 años	10 años	10 años	10 años	10 años
Tasa de Interés	12% fija	LIBOR 3 meses +3.75%, mínimo 5.00%	7% fija	LIBOR 3 meses + 3.75%, mínimo 5.0%	6.75%	7.25%
Pago de Capital	Al vencimiento	Trimestrales luego de 2 años de gracia	Al vencimiento	Trimestrales luego de 2 años de gracia	Al vencimiento	Al vencimiento
Fiduciario	No Aplica	BG Trust				
Bienes Cedidos en Garantía	No Aplica	Bienes inmuebles Flujos de arrendamiento mensual Pólizas de seguro Cuenta Reserva				
Resguardos	No Aplica	125% de cobertura del colateral sobre saldo insoluto de Bonos, 1.15 veces de cobertura de flujos sobre S.D. 1.15 veces de cobertura de proyectada de flujos sobre S.D. Endeudamiento <2.5 veces				
Redención Anticipada	No se puede redimir mientras existan Bonos Senior en circulación	Series B y D pueden ser redimidas parcial o totalmente a partir del 3er año. Las condiciones detalladas se pueden observar en el prospecto. Series C, E y F no pueden ser redimidas anticipadamente.				

**A la fecha de análisis la Serie F no ha sido colocada.*
Fuente Desarrollos Comerciales / Elaboración: Equilibrium

ANEXO III
DETALLE DE LAS PROPIEDADES ESTABILIZADAS

	Valor Físico Actual	Alquiler Anual Sep 18	Valor estimado de Mercado	Cedido al Fideicomiso	CAP Rate Comercial (Alquiler / Valor de Mercado)
Plaza Más Versalles	$4,933,594.34	$467,222.00	$5,190,000.00	SI	9.00%
Plaza Más Bugaba (Chiriquí)	$7,137,309.07	$552,810.00	$7,000,000.00	SI	7.90%
Edificio Corporativo Grupo Rey	$19,673,882.71	$2,576,704.00	$30,000,000.00	SI	8.59%
Plaza Más Calle 13 (Colón)	$2,169,721.25	$217,099.00	$2,500,000.00	SI	8.68%
Galería El Dorado	$17,458,067.00	$682,026.00	$15,000,000.00	NO	4.55%
Plaza Más Rivera (David) - Gorgona	$10,124,405.78	$775,996.00	$10,150,000.00	SI	7.65%
Plaza Más La Siesta (Tocumen)	$12,526,003.54	$744,552.00	$12,000,000.00	NO	6.20%
Plaza Más Los Angeles (Panamá)	$18,232,692.64	$867,455.00	$16,000,000.00	NO	5.42%
Activos McD	$2,238,125.23	$145,615.00	$2,100,000.00	SI	6.93%
Activos McD	$2,231,899.02	$138,137.00	$2,150,000.00	SI	6.42%
Activos McD	$2,132,308.00	$119,659.00	$1,975,000.00	SI	6.06%
Activos McD	$1,650,208.16	$116,615.00	$1,645,000.00	SI	7.09%
Activos McD	$2,099,700.44	$171,826.00	$2,185,000.00	SI	7.86%
Activos McD	$1,239,956.65	$116,727.00	$1,485,000.00	SI	7.86%
Activos McD	$6,106,721.59	$361,000.00	$5,250,000.00	NO	6.88%
Activos McD	$1,133,339.42	$108,828.00	$1,400,000.00	SI	7.77%

Fuente: Desarrollos Comerciales / *Elaboración: Equilibrium*

ANEXO IV
ACCIONISTAS, DIRECTORIO Y PALANA GERENCIAL – DESARROLLOS COMERCIALES, S.A.

Accionistas al 31.03.2019

Accionistas	Participación
SQF Group	100%
Total	100%

Fuente: Desarrollos Comerciales / *Elaboración: Equilibrium*

Directorio al 31.03.2019

Directorio	
Julio C. Lizarzaburu Galindo	Presidente
Alexander Psychoyos Scheffer	Secretario
Raúl Cochez Maduro	Tesorero
Mauricio Saldarriaga	Director
Felipe Encinales	Director

Fuente: Desarrollos Comerciales / *Elaboración: Equilibrium*

Plana Gerencial al 31.03.2019

Plana Gerencial	
Julio C. Lizarzaburu Galindo	Director Ejecutivo
Gina Lovo	VP de Finanzas
Gisela Díaz	VP de Proyectos
-	VP Comercial*

*El 01 de abril de 2019 Isaac Bernal asume el cargo de Gerente Comercial.
Fuente: Desarrollos Comerciales / *Elaboración: Equilibrium*

© 2019 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, COMERCIABILIDAD O AJUSTE PARA CUALQUIER PROPOSITO ESPECIFICO DE CUALQUIER CALIFICACION O CUALQUIER OTRA OPINION O INFORMACION.