Equilibrium

EQPA19/002

Panamá, 2 de enero de 2019.

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

Atención: Licda. Olga Cantillo
Vicepresidenta Ejecutiva y Gerente General

Estimados Señores:

Por medio de la presente enviamos adjunto el informe final de Calificación de las 3 emisiones de Bonos Corporativos de **Los Castillos Real Estate, Inc. y Subsidiarias**, según información interina al 30 de septiembre de 2018. La perspectiva de la calificación se mantiene Estable.

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

Calificación	Categoría	Definición de Categoría
Bonos Corporativos por hasta US$25.0 millones	A+.pa	Refleja alta 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.
Bonos Corporativos por hasta US$23.0 millones (Series A y B)	A+.pa	Refleja alta 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.
Bonos Corporativos Senior por hasta US$70.0 millones (Series B, C, D, E)	A+.pa	Refleja alta 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.
Perspectiva	*Estable*	

La extensión ".pa" indica que está referida a una calificación local (Panamá); 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,

Reynaldo Coto
Gerente General

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, S.A.
Recibido por: Leyda Campos
Fecha: 3-enero-2019

Equilibrium
Calificadora de Riesgo S.A.

LOS CASTILLOS REAL ESTATE, INC. (LOCRE) Y SUBSIDIARIAS

Ciudad de Panamá, Panamá

Informe de Calificación
Sesión de Comité: 2 de enero de 2019

Contacto:
(507) 214 3790

Roberto Vallejo
Analista Junior
rvallejo@equilibrium.com.pe

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

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

(*) Para mayor detalle sobre la definición de las calificaciones y de los instrumentos calificados ver Anexo I 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 puede consultar en la página web de la empresa (http://www.equilibrium.com.pa) en donde también se encuentran 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 31 de diciembre de 2014, 2015, 2016 y 2017 y los Estados Financieros Interinos al 30 de setiembre de 2017 y 2018 de Los Castillos Real Estate, Inc. y Subsidiarias. 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 20/01/2017.

Fundamento: Luego de la evaluación realizada, el Comité de Calificación de Equilibrium decidió ratificar la categoría A+.pa a las distintas Series Garantizadas de Bonos Corporativos emitidas por Los Castillos Real Estate, Inc. y Subsidiarias (en adelante, LOCRE o el Emisor), las mismas que se encuentran contempladas dentro de tres Programas de Bonos Corporativos hasta por US$25.0 millones, US$23.0 millones y US$70.0 millones, respectivamente (en adelante, LOCRE I, LOCRE II y LOCRE III), según se detalla en el Anexo I y II del presente informe. La perspectiva se mantiene Estable.

La calificación otorgada se sostiene 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 las subsidiarias del Emisor, los cuales son depositados mensualmente 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. Asimismo, las Emisiones están garantizadas por fianzas solidarias emitidas por las subsidiarias hasta por el monto de cada Serie a favor de los Tenedores Registrados.

También pondera de manera favorable la cobertura que ejerce el valor de los bienes inmuebles sobre el saldo en circulación de los Bonos Corporativos emitidos, que, según lo establecido en los Prospectos, debe superar en todo momento el 125% y cuya cobertura se cumple con holgura 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. Sobre este punto, resulta importante señalar el incumplimiento del *covenant* de Cobertura del Servicio de Deuda para las Series contempladas dentro del Programa de hasta US$23 millones (LOCRE II) al 31 de diciembre de 2017, al ubicarse en 0.89 veces, siendo el límite 1.05 veces. No obstante lo anterior, LOCRE pudo subsanar el incumplimiento en el mes de enero de 2018 y la situación no afectó el cumplimiento de sus obligaciones financieras. De acuerdo a las proyecciones recibidas del Emisor, este cuenta con los flujos suficientes para hacer frente a las obligaciones financieras provenientes de los servicios de deuda de los Bonos Corporativos a lo largo de su vigencia. Es relevante señalar que el Emisor viene realizando las gestiones correspondientes para que sus contratos de alquiler calcen con los plazos de sus instrumentos emitidos.

Sin perjuicio de lo anteriormente descrito, la calificación se encuentra limitada por la elevada palanca financiera (Deuda Financiera Total / EBITDA) que presenta el Emisor, la misma que podría seguir aumentando al tener LOCRE espacio para emitir una Serie adicional en el Programa LOCRE III. Otro factor fundamental de riesgo consiste en que las Series emitidas dentro de los Programas LOCRE II y LOCRE III están sujetas a una tasa de interés variable referenciada a la tasa LIBOR 3 meses, la

misma que presenta una tendencia al alza y que, al corte de análisis, ya supera las tasas mínimas establecidas en las Emisiones en circulación. Adicionalmente, otro de los elementos que actúan como limitante a la calificación consiste en que las Series dentro de LOCRE III cuenta con una opción *put* a favor de los tenedores de Bonos Corporativos que puede hacerse efectiva a partir del año 10 desde que salió al mercado cada Serie. Cabe señalar que LOCRE I contaba con una opción *put* a favor de los tenedores de los Bonos a ejecutarse hasta mayo de 2018, la cual no fue ejercida.

En adición, la calificación considera el desempeño del principal arrendatario de las subsidiarias del Emisor y que pertenece al mismo Grupo Económico, la cadena de tiendas Do It Center, empresa con larga trayectoria en el sector *retail* dedicada a la compra y venta de mercancía seca en general para el mantenimiento del hogar. Cabe destacar que, como parte del proceso de calificación, Equilibrium realizó una evaluación de las cifras de Do It Center, al ser esta la compañía originadora de los flujos de alquiler que ingresan a LOCRE. En ese sentido, se toma en cuenta que Do It Center registra cierta mejora al 30 de junio 2018 respecto al ajuste exhibido en sus indicadores de solvencia al cierre del 2017.

Finalmente, Equilibrium se mantendrá atento a la evolución en las tasas de interés que puedan significar un aumento en el costo financiero de la deuda del Emisor. Adicionalmente, se validará la continuidad en los contratos de arrendamiento, así como el incremento anual de sus cánones a fin de observar el desarrollo en los índices de cobertura y los resguardos financieros. Asimismo, se dará seguimiento a los índices de palanca financiera atribuibles tanto al principal arrendatario (Do It Center) como a LOCRE, a fin de validar la proyección de flujo de caja para el repago oportuno de las Series emitidas y en circulación. En este sentido, Equilibrium comunicará oportunamente al mercado cualquier modificación en la percepción de riesgo de los instrumentos colocados en el mercado.

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

- Aumento de la Cuenta de Reserva, de manera que la misma pueda reflejar un mayor respaldo para cubrir varias cuotas de Servicios de Deuda.
- Disminución progresiva de la Palanca Financiera a nivel combinado (Emisor y Arrendatario), de modo que esto se traduzca en incrementos graduales en los indicadores de Cobertura del Servicio de Deuda.
- Aportes de capital común a la estructura que permita aumentar el nivel patrimonial de forma combinada.
- 100% de los contratos de Arrendamiento cedidos que calcen con el plazo de emisión de títulos que respaldan.

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

- Aumento paulatino en la Palanca Financiera, de modo que afecte la cobertura de Servicio de Deuda tanto real como proyectada.
- Incrementos en las tasas de interés que tengan repercusión en el nivel de cobertura del gasto financiero.
- Disminución importante en los niveles de rentabilidad generados a nivel del arrendatario que termine afectando su posición de solvencia.
- Incumplimiento de las obligaciones financieras (*covenants*) establecidos en los distintos Prospectos.
- Modificación de los términos y condiciones pactados que terminen afectando el grupo de mejoradores de la estructura (respaldo de garantías y *covenants*).
- Subordinación de los instrumentos calificados ante una posible emisión de valores con mejores condiciones.

Limitaciones Encontradas durante el Proceso de Evaluación:

- Ninguna.

DESCRIPCIÓN DE LA ESTRUCTURA DE LA EMISIÓN DE LOS BONOS CORPORATIVOS

Antecedentes

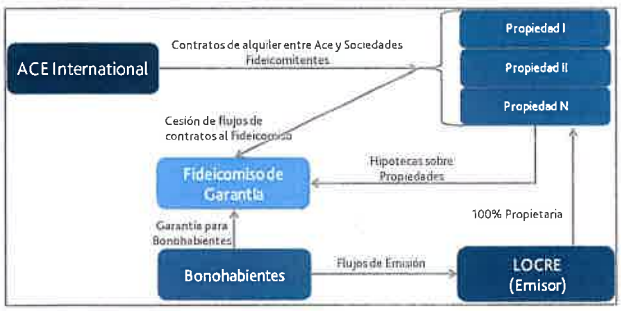
Los Castillos Real Estate, Inc. y Subsidiarias es una sociedad anónima organizada bajo las leyes de la República de Panamá, inscrita en el Registro Público en octubre de 2007. El negocio de LOCRE consiste en la compra, venta y arrendamiento de locales de inversión; sin embargo, su principal actividad se basa en brindar financiamiento y obtener capital para la apertura de nuevos locales comerciales para ACE International Hardware, Corp., dueño de la cadena de tiendas Do It Center, perteneciente al mismo Grupo Económico del Emisor.

Cada una de las propiedades de LOCRE es administrada por una sociedad, para así facilitar la negociación de los contratos de arrendamiento, además de la debida identificación de las mismas a nivel de Registro Público. La relación de propiedades y las subsidiarias respectivas se presentan en el Anexo III del presente informe. Cabe señalar que todas las sociedades listadas en el Anexo III, excepto Veraguas Properties y France Field Properties, administran un local de Do It Center, quien a su vez se convierte en el arrendatario final de dicha propiedad. Adicionalmente, se mantiene pendiente que el traspaso efectivo de la propiedad Sabanitas, habiendo ya realizado un adelanto en efectivo. A la fecha de análisis, las propiedades LOCRE comprenden 109,092 m2 de los cuales 60,307m2 son tiendas y 49,055m2 son bodegas.

Para financiar la adquisición y desarrollo de dichas propiedades de inversión, LOCRE mantiene inscritos tres Programas de Bonos Corporativos por montos máximos US$25.0 millones, US$23.0 millones y US$70 millones, respectivamente (en adelante, LOCRE I, LOCRE II y LOCRE III).

Estructura de los Bonos Emitidos

En la estructura de los distintos Programas de Bonos Corporativos Garantizados, el Emisor cede la totalidad de los flujos provenientes de los contratos de arrendamiento (en adelante, los Cánones de Arrendamiento) al Fideicomiso correspondiente, siendo LOCRE I y LOCRE III administradas por BG Trust Inc. (Subsidiaria de Banco General) y LOCRE II por Global Financial Funds Corp (Subsidiaria de Global Bank Corporation). El diagrama de la estructura se detalla a continuación:



Fuente: LOCRE / *Elaboración: Equilibrium*

Garantías de las Emisiones de Bonos Corporativos

Los Fideicomisos de Garantía que fungen como garantía para las Series de Bonos Corporativos emitidas por LOCRE 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 de las subsidiarias del Emisor. Las propiedades y Fideicomitentes garantes varían dependiendo de cada Emisión.
2. Cesión irrevocable e incondicional de la totalidad de los flujos provenientes 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 serán depositados en Cuentas de Concentración con el Agente Fiduciario y en una Cuenta de Reserva que permita cubrir por lo menos los tres meses siguientes de pago de intereses y capital.
3. El saldo depositado en las Cuentas de Concentración y Cuentas de Reservas de los distintos fideicomisos.
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.

Adicionalmente, las distintas Series de Bonos Corporativos cuentan con fianzas solidarias a favor de los tenedores por parte de las subsidiarias propietarias de los inmuebles cedidos a cada Emisión, la misma que cubre para LOCRE I, II y III la totalidad de las Series Senior emitidas.

Administración de los Flujos

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

Cuenta de Concentración: Los fondos en la Cuenta de Concentración serán 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 de cada Emisión, 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 de Bonos Corporativos emitidas. Adicionalmente, se depositan en esta cuenta los fondos pagados al Emisor en concepto de penalidades por cancelación anticipada de cualquiera de los contratos de arrendamiento cedidos en garantía de los Bonos. Estos fondos se deberán mantener en la Cuenta de Reserva hasta que el Emisor logre reemplazar dichos contratos por otro/s con igual valor económico dejado de percibir, en cuyo caso, dichos fondos serían parcial o totalmente devueltos al Emisor. 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) para el pago de intereses de la Serie A (Bonos Subordinados) de

LOCRE III, 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 las distintas Series de Bonos Senior y mantenga una Cobertura del Servicio de Deuda mínima de 1.20 veces para LOCRE I y LOCRE II y de 1.25 veces para LOCRE III. Dicha cobertura debe contemplar los últimos 12 meses para LOCRE I y LOCRE III, mientras que en el caso de LOCRE II, la cobertura mantiene los términos y condiciones originales, contemplando los últimos 12 meses y los próximos 12 meses proyectados a la fecha de dicho cálculo.

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. Refinanciar deuda bancaria existente.
2. Financiar parcialmente la adquisición de propiedades en proceso de compra, construcción o con promesa de alquiler con opción de compra, y que no han sido adquiridas o traspasadas a las subsidiarias de LOCRE.
3. Refinanciamiento de futuros préstamos bancarios que serán utilizados para la adquisición de locales comerciales que serán propiedad de las subsidiarias de LOCRE. Este punto aplica únicamente para propiedades nuevas que puedan constituirse a lo largo de la vigencia de LOCRE III.
4. Para cubrir necesidades de capital de trabajo que puedan presentarse a nivel de LOCRE.
5. Para afrontar otros gastos relacionados a la adquisición de locales comerciales.

Resguardos Financieros

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

	LOCRE I	LOCRE II	LOCRE III
Flujos / Servicio de Deuda*	>1.05 veces	>1.05 veces	>1.05 veces
Fincas Hipotecadas** / Saldo en Circulación	>125%	>125%	>125%
Pólizas de Seguro de las Fincas Hipotecadas	80% del valor de reposición		100% del valor de reposición
Cuenta Reserva	Cobertura de 3 Servicios de Deuda		

* Flujo de Caja Disponible para el Servicio de Deuda = EBITDA – Pagos de Impuesto sobre la Renta Corriente del periodo – Inversiones de capital – el Cambio en Capital de Trabajo de un periodo a otro. (LOCRE I y III)
Flujo de Caja Disponible para el Servicio de Deuda = EBITDA – Pagos de Impuesto sobre la Renta Corriente del periodo +/- el Cambio en Capital de Trabajo de un periodo a otro. (LOCRE II)
Fuente: Tova / *Elaboración: Equilibrium*

Como hecho de importancia, el 16 de marzo de 2018, LOCRE hizo de conocimiento público el incumplimiento del ratio de Cobertura de Servicio de Deuda en la emisión LOCRE II, al ser la razón, al 31 de diciembre de 2017, de 0.89 veces. En el Hecho de Importancia se comunicó que el incumplimiento fue subsanado en el mes de enero de 2018 y que en ningún momento afectó el cumplimiento de sus obligaciones financieras.

Adicionalmente, las Inversiones de Capital están limitadas a mejoras realizadas a la propiedad y por un monto máximo igual a la suma del Flujo de Caja Libre luego de cubrir los pagos según el orden descrito en la cascada de pagos de la Cuenta de Concentración o mediante aportes de capital de los accionistas.

Entidades Participantes

Los Fiduciarios

La estructura de los Bonos Corporativos Senior de LOCRE involucra a dos empresas Fiduciarias: BG Trust, Inc., subsidiaria de Banco General, S.A. y Subsidiarias, quien respalda LOCRE I y III; así como a Global Financial Funds, subsidiaria de Global Bank Corporation y Subsidiarias, quien gestiona LOCRE II. A continuación, se presentan las principales cifras de los fiduciarios:

Banco General, S.A. y Subsidiarias

US$ Millones	Dic.15	Dic.16	Dic.17
Activos	14,089,367	16,415,824	17,571,922
Patrimonio	1,621,068	1,832,186	2,045,843
Utilidad	328,666	365,388	429,747
ROAA	2.34%	2.34%	2.53%
ROAE	20.83%	21.16%	22.16%

Fuente: BBVPA / *Elaboración: Equilibrium*

Global Bank Corporation y Subsidiarias

US$ Millones	Jun.16	Jun.17	Jun.18
Activos	6,041.4	6,624.9	6,555.3
Patrimonio	511.9	576.5	611.5
Utilidad	80.1	76.4	66.8
ROAA	1.40%	1.21%	1.01%
ROAE	16.64%	14.03%	11.24%

Fuente: BBVPA / *Elaboración: Equilibrium*

El Originador

Ace International Hardware, Corp. y afiliadas (Grupo Do It Center) se constituyó en el año 1984. Esta compañía se dedica principalmente a la compra y venta de mercancía seca en general para el mejoramiento del hogar.

Como parte del proceso de calificación de riesgo de LOCRE, Equilibrium realizó una revisión a las cifras financieras de Ace International Hardware, Corp. con el fin de observar el comportamiento de su generación de flujos operativos, tanto histórica como esperada. Lo anterior se realiza a fin de determinar si existe capacidad a mediano y largo plazo de pagar los alquileres cobrados por las subsidiarias de LOCRE, los mismos que eventualmente recibirán los Fideicomisos. Luego de analizar el desempeño del Originador, se observa que sus flujos le permiten cubrir adecuadamente sus obligaciones financieras al 30 de junio de 2018, pero registran un ligero ajuste respecto a la exhibida a junio de 2017 debido a la toma de deuda para financiar la apertura de nuevas tiendas. Asimismo, al considerar la carga financiera atribuible a los Servicios de Deuda atribuibles a los Bonos Corporativos Senior de LOCRE, la capacidad de afrontar los pagos de Ace International Hardware podría verse afectada en la medida que las condiciones macroeconómicas del país o el desempeño de sus nuevas tiendas deterioren sus ventas.

Composición Accionaria, Directorio y Plana Gerencial

El Accionariado, Directorio y Plana Gerencial de LOCRE se muestran en el Anexo IV del presente informe. Como hecho de importancia, el 26 de febrero de 2018, se comunicó la incorporación del Ing. José Álvaro Restrepo Arango como nuevo miembro de la Junta Directiva del Grupo, como Director Independiente.

ANÁLISIS DE RIESGO DE LA ESTRUCTURA

Cada Emisión y/o Programa de Bonos Corporativos de LOCRE puede verse negativamente afectada por diversos factores de riesgo, los cuales han sido listados en los Prospectos Informativos correspondientes. 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 activos con ACE International Hardware Corp., empresa relacionada del Emisor. Una baja en los ingresos o flujos de caja del Originador 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 nuevas viviendas o remodelación de las ya existentes, así como al comportamiento de la actividad macroeconómica del país, pudiendo afectar la capacidad de ACE International Hardware, Corp. de arrendar los locales comerciales a las subsidiarias del Emisor.

• *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 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.

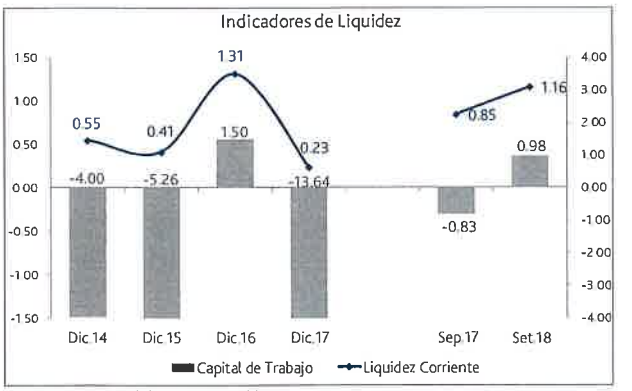
ANÁLISIS FINANCIERO DE LOS CASTILLOS REAL ESTATE INC. (LOCRE) Y SUBSIDIARIAS

En base a los acuerdos de confidencialidad firmados entre LOCRE y Equilibrium, a lo largo del presente informe no se presentarán cifras correspondientes a Ace International Hardware, Corp. o sus afiliadas, sino que el análisis se centrará en las cifras del Emisor únicamente.

Activos y Liquidez

Al 30 de setiembre de 2018, los activos de LOCRE ascendieron a US$241.8 millones, registrando un crecimiento interanual de 8.35%, sustentado principalmente en un incremento de US$20.3 millones en las propiedades de inversión, rubro que representa el 96.14% de los activos totales. Del incremento en las propiedades de inversión, US$16.8 millones corresponden a la adquisición de inmuebles (a valor de costo de adquisición) para la apertura de tiendas Do It Center (Penonomé, Aguadulce y Villa Zaita) y los US$3.5 millones restantes a aumentos netos en el valor razonable de las propiedades, producto de estudios de avalúos efectuados al cierre de los ejercicios. 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. El incremento de las propiedades de inversión se mantiene influenciado por la adquisición de nuevos inmuebles para la apertura de nuevas tiendas Do It Center. A la fecha de análisis, LOCRE cuenta con 26 propiedades de inversión que administran un local, quedando pendiente el traspaso efectivo de la propiedad Sabanitas.

Al 30 de setiembre de 2018, un aumento de US$2.0 millones en depósitos a plazo fijo, así como un mayor saldo de los depósitos mantenidos por el Emisor en las Cuentas de Concentración para el pago del Servicio de Deuda, han incrementado los activos corrientes en 54.98%. Dicho incremento se traduce en un fortalecimiento de los indicadores de liquidez, tal como se exhibe en el gráfico líneas abajo. Cabe señalar que en el cierre del 2017 los indicadores fueron ajustados debido a la adquisición de un préstamo bancario de corto plazo por US$12.7 millones para cancelar las compras de los locales ancla de Villa Zaita, Penonomé y Aguadulce; este fue cancelado con recursos obtenidos de la colocación de la Serie E de la Tercera Oferta de Bonos Corporativos en enero del ejercicio en curso.



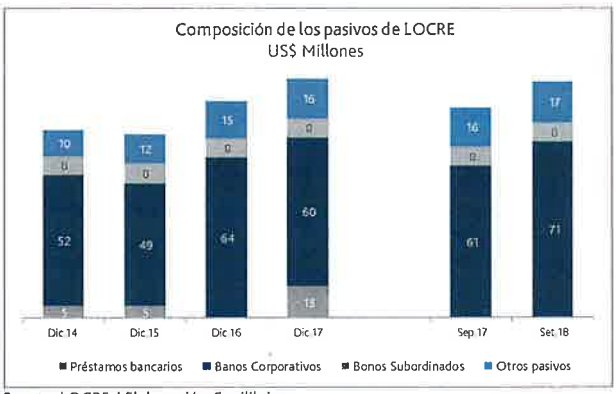
Fuente: LOCRE / *Elaboración: Equilibrium*

Dada la naturaleza del negocio de LOCRE, 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.

Estructura Financiera y Solvencia

Al 30 de setiembre de 2018, los pasivos de LOCRE totalizaron US$95.4 millones, mostrando un crecimiento de 12.35% respecto a setiembre 2017; dicho crecimiento se sostiene en la emisión de la Serie E de Bonos Corporativos para cancelar la totalidad de los préstamos bancarios que financiaron la adquisición de las propiedades en Villa Zaita, Aguadulce y Penonomé. A la fecha de análisis, la deuda financiera asciende a US$78.7 millones, compuesto en 89.88% por las distintas Series de Bonos Corporativos emitidas y 10.12% por Bonos Subordinados. El pa-

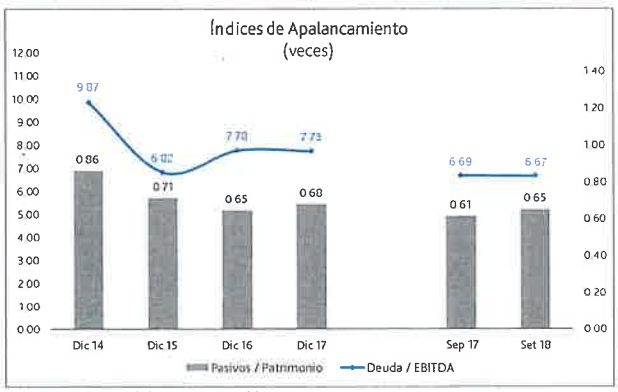
sivo de LOCRE también incorpora un saldo importante correspondiente al impuesto sobre la renta diferido (17.06% del total de pasivos al 30 de setiembre de 2018), explicado en la ganancia no realizada por el cambio en el valor razonable de las propiedades de inversión. La gráfica a continuación detalla la composición de los principales pasivos del Emisor:



Fuente: LOCRE / *Elaboración: Equilibrium*

En lo que respecta a los Bonos Subordinados, los mismos han sido adquiridos en su totalidad por los accionistas, además de que su amortización se encuentra condicionada a una serie de términos establecidos en el prospecto informativo de la Emisión. Es de mencionar que los mismos se encuentran separados del resto de las Series Senior de Bonos Corporativos de LOCRE III y Equilibrium no ha emitido calificación sobre ellos.

A la fecha de análisis, el Emisor exhibe un apalancamiento contable (pasivo / patrimonio) de 0.65 veces; nivel ligeramente superior al exhibido al 30 de setiembre de 2017 (0.61 veces) debido a la toma de deuda, aunque muy por debajo del resguardo exigido en los Bonos emitidos (3.5 veces). Por su lado, la palanca financiera (deuda financiera total / EBITDA) de LOCRE sigue siendo elevada, ubicándose en 6.67 veces al cierre de setiembre de 2018; la evolución de los niveles de apalancamiento de LOCRE se detallan a continuación:



Fuente: LOCRE / *Elaboración: Equilibrium*

Si bien el apalancamiento financiero de LOCRE es elevado, la deuda financiera es principalmente de largo plazo y las Emisiones tienen una estructura de amortización mensual estable a lo largo del plazo en circulación de los Bonos. Adicionalmente, la Entidad en todo momento tiene que asegurarse que el valor de mercado de sus propiedades represente, por lo menos, 125% del saldo en circulación de los Bonos Corporativos, lo que es aplicable para cada una de las Series de Bonos Corporativos emitidas. En este sentido, a setiembre de 2018, se registran incrementos en la cobertura del saldo en circulación de las emisiones LOCRE I y LOCRE II en línea con la amortización del saldo en circulación. Por otro lado, la cobertura de LOCRE III se ha mantenido estable debido a la emisión de la Serie E y la consecuente adición de los inmuebles financiados como respaldo al Bono. A continuación, se detalla la evolución de la cobertura del saldo insoluto de los Bonos Corporativos con los inmuebles cedidos:

	Límite	Set.17	Dic.17	Set.18
LOCRE I	>125%	721%	749%	849%
LOCRE II	>125%	367%	375%	392%
LOCRE III	>125%	144%	181%	179%

Fuente: LOCRE / *Elaboración: Equilibrium*

Rentabilidad y Eficiencia

Al tercer trimestre del 2018, los ingresos por alquiler de LOCRE ascienden a US$10.1 millones, nivel superior en 16.48% al registrado en los primeros nueve meses del 2017 debido a la incorporación de las rentas percibidas por Villa Zaita, Aguadulce y Penonomé. Los ingresos generados provienen de los contratos de alquiler de los bienes inmuebles, los cuales pertenecen a las subsidiarias del Emisor y se encuentran hipotecados a los distintos Fideicomisos que garantizan las distintas Series de Bonos Corporativos emitidas. A medida que se vayan adquiriendo nuevas propiedades, sus hipotecas serán incorporadas en los Fideicomisos, creando un efecto directamente proporcional en la generación de ingresos operativos. A su vez, todos los contratos son de larga duración y cuentan con cláusulas de incremento anual de los cánones de arrendamiento, lo que garantiza la generación futura de flujo operativo para el repago oportuno de su deuda.

Resulta importante señalar que más del 95% de las propiedades de LOCRE son arrendadas por la cadena de tiendas Do It Center (perteneciente al mismo Grupo Económico), por lo que actúa como el Originador de los flujos. Dadas las condiciones establecidas en los Programas y distintas Series de Bonos Corporativos Garantizados, Equilibrium realizó una revisión detallada de los estados financieros consolidados de Ace International Hardware (Grupo Do it Center), analizando su capacidad de cubrir las obligaciones provenientes de los Bonos Corporativos. Al respecto, luego de los ajustados indicadores de solvencia al cierre del 2017 producidos por el aumento inusual de su inventario y la toma de deuda a mediano plazo para financiar la apertura de nuevas tiendas, Ace International Hardware registra una mejora en sus flujos a junio 2018, permitiéndole hacer frente a sus obligaciones de manera adecuada.

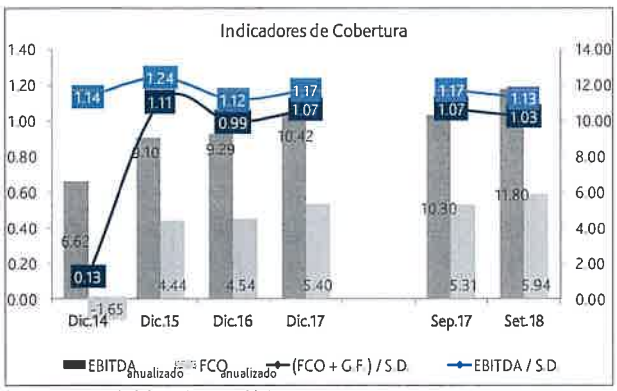
Ace International Hardware brinda el servicio de personal administrativo a LOCRE, por lo cual la Empresa no registra mayores gastos operativos. Al 30 de setiembre 2018 El margen operativo de LOCRE se sitúa en 91.79% (90.79% al cierre del tercer trimestre de 2017) como resultado del incremento en los ingresos por alquiler. Con relación a los gastos financieros, estos se incrementan en 24.26% entre los periodos analizados debido la colocación de la Serie E y a la subida de la tasa LIBOR 3 meses[1].

[1] Como se detalla en el anexo II, las tasas de interés de los instrumentos emitidos por LOCRE están vinculadas a la LIBOR 3 meses

Al 30 de setiembre de 2018, el incremento de los ingresos por alquiler de LOCRE se traducen en un incremento de 14.08% en la utilidad neta, alcanzando los US$4.2 millones. Lo se tradujo en retorno promedio de activos (ROAA) y retorno promedio para el accionista (ROAE) de 3.61% y 5.89% respectivamente. Cabe señalar que estos son bastante inferiores a los registrados a setiembre 2017 (16.06% y 26.71% respectivamente), dado que en diciembre de 2016 se registraron US$31.1 millones de ingreso por el cambio en el valor razonable de las propiedades de inversión.

Generación y Capacidad de Pago

Al analizar la generación de LOCRE, el EBITDA anualizado registra un aumento interanual de 14.56%, y se sitúa en US$11.8 millones al 30 de setiembre 2018. 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 con la adquisición de nuevos inmuebles, considerando que los gastos generales de LOCRE no representan un peso significativo sobre los ingresos totales. Al analizar el Flujo de Caja Operativo anualizado, el mismo se sitúa en US$5.9 millones al 30 de setiembre de 2018, superando en 11.97% al registrado en el tercer trimestre del 2017. A pesar de la favorable evolución del EBITDA y el FCO, la cobertura del servicio de deuda se ajusta a la fecha de análisis en línea con el incremento de la deuda atribuible a los Bonos Corporativos. La evolución de la cobertura del servicio de deuda de LOCRE se detalla en el siguiente gráfico:



Fuente: LOCRE / *Elaboración: Equilibrium*

Uno de los principales retos a los que se enfrenta LOCRE es el de hacer frente a sus compromisos de corto plazo, dado que tiene la obligación de pagar interés y amortizar capital de forma mensual a los tenedores de las distintas Series de Bonos Corporativos Senior. Para garantizar estos pagos, uno de los resguardos financieros (covenants) que debe cumplir es el de mantener una Cobertura de Servicio de Deuda mínima de 1.05 veces. Al 30 de setiembre de 2018, dicho resguardo se cumple de acuerdo al siguiente cuadro:

	Límite	Set.17	Dic.17	Set.18
LOCRE I	>1.05 veces	1.29	1.25	1.28
LOCRE II	>1.05 veces	1.25	0.89**	1.37
LOCRE III	>1.05 veces	1.29	1.25	1.28

*Los términos y condiciones para los cálculos del Flujo disponible para el Servicio de Deuda y el Total Servicio de Deuda están establecidos en el Prospecto de cada Emisión de Bonos.

** El incumplimiento del *covenant* no afectó el cumplimiento de las obligaciones financieras de LOCRE.

Fuente: LOCRE / *Elaboración: Equilibrium*

De acuerdo a las proyecciones recibida del Emisor, cuentan con los flujos suficientes para cubrir con el Servicio de Deuda de los Bonos Corporativos, inclusive en el periodo 2020-2022, en el cual los pagos de capital son superiores. A continuación se detalla la evolución del Servicio de Deuda a lo largo del periodo de vigencia de cada emisión:

Fuente: LOCRE / *Elaboración: Equilibrium*

LOS CASTILLOS REAL ESTATE, INC. Y SUBSIDIARIAS
ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA CONSOLIDADO
(En miles de dólares)

	Dic.14	Dic.15	Dic.16	Sep.17	Dic.17	Sep.18
ACTIVOS						
Efectivo y equivalentes de efectivo	1,881	791	2,726	739	899	796
Depósitos a plazo fijo	0	0	0		0	2,000
Depósitos en fideicomiso	2,719	2,645	3,154	3,025	2,859	3,681
Cuentas por cobrar - otras	101	121	125	131	133	136
Cuentas por cobrar - compañías relacionadas	0	0	0	0	0	0
Gastos e impuestos pagados por anticipado	127	122	294	653	195	434
ACTIVOS CORRIENTES	4,828	3,680	6,299	4,547	4,085	7,047
Propiedades de inversión	151,944	169,851	212,198	212,198	232,474	232,474
Cuentas por cobrar - otras	227	185	137	96	82	34
Adelanto a compra de activo	6,174	3,746	4,519	6,283	2,209	2,209
Otros activos	39	39	39	39	39	39
ACTIVOS NO CORRIENTES	158,384	173,821	216,893	218,616	234,804	234,757
TOTAL DE ACTIVOS	163,212	177,501	223,192	223,163	238,889	241,804
PASIVOS						
Préstamo bancario por pagar	4,882	4,882	0	0	12,735	0
Porción circulante de bonos corporativos por pagar	3,346	3,627	4,522	4,696	4,753	5,629
Cuentas por pagar - otras	0	25	92	105	42	109
Adelantos recibidos de clientes	41	20	20	20	20	25
Gastos e impuestos acumulados por pagar	554	388	167	559	177	307
PASIVOS CORRIENTES	8,823	8,942	4,801	5,380	17,726	6,070
Bonos corporativos por pagar a largo plazo, excl. porción circula	49,140	45,515	59,877	56,285	55,136	65,098
Bonos subordinados	7,901	8,060	7,914	7,925	7,929	7,965
Cuentas por pagar - compañías relacionadas	0	0	0	0	0	12
Interés sobre bonos por pagar	0	0	0	0	0	0
Impuesto sobre la renta diferido	9,637	11,414	14,972	15,346	15,826	16,283
PASIVOS NO CORRIENTES	66,677	64,990	82,764	79,557	78,892	89,358
TOTAL DE PASIVOS	75,500	73,932	87,564	84,937	96,618	95,428
PATRIMONIO DE LOS ACCIONISTAS						
Capital social	3,245	3,245	3,245	3,245	3,245	3,245
Utilidades del periodo	18,952	15,942	32,169	3,710	7,864	4,233
Utilidades retenidas de periodos anteriores	65,804	84,756	100,698	131,867	131,757	139,621
Impuesto complementario	(289)	(374)	(484)	(596)	(596)	(724)
TOTAL PATRIMONIO	87,711	103,569	135,628	138,226	142,271	146,375
TOTAL DE PASIVOS Y PATRIMONIO	163,212	177,501	223,192	223,163	238,889	241,804

LOS CASTILLOS REAL ESTATE, INC. Y SUBSIDIARIAS
ESTADO DE RESULTADOS CONSOLIDADO
(En miles de dólares)

	Dic.14	Dic.15	Dic.16	Sep.17	Dic.17	Sep.18
INGRESOS OPERATIVOS	7,484	10,044	10,380	8,673	11,736	10,102
Ingresos por alquileres	7,484	10,044	10,380	8,673	11,736	10,102
Costo de ventas	0	0	0	0	0	0
MARGEN DE CONTRIBUCIÓN	7,484	10,044	10,380	8,673	11,736	10,102
Gastos de ventas, generales y administrativos	868	945	1,085	826	1,318	872
Gastos de alquiler	223	223	223	168	246	168
Honorarios profesionales	88	38	167	126	297	123
Impuestos	335	344	371	332	447	348
Seguros	121	165	188	154	206	169
Otros gastos	100	175	135	46	122	64
UTILIDAD OPERATIVA	6,616	9,100	9,294	7,848	10,418	9,231
Otros ingresos, neto	17,714	13,214	31,161	27	3,503	42
Cambio neto en el valor razonable de propiedades de inversión	17,666	13,166	31,121	0	3,467	0
Otros ingresos	48	49	40	27	35	42
UTILIDAD OPERATIVA ANTES DE INTERESES E IMPUESTO	24,330	22,314	40,456	7,875	13,920	9,273
Gastos de financiamiento	2,476	3,694	3,791	2,927	4,128	3,638
Gasto de intereses sobre bonos	1,788	3,255	3,380	2,802	3,916	3,415
Gasto de intereses sobre préstamos	510	289	202	0	0	93
Amortización de costos diferidos por emisión de deuda	78	134	149	126	173	129
Servicios bancarios	100	17	59	.2	39.5	.5
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO SOBRE LA RENTA	21,855	18,620	36,665	4,947	9,792	5,635
Impuesto sobre la renta, neto	2,903	2,678	4,496	1,237	1,928	1,403
UTILIDAD/ PÉRDIDA NETA	18,952	15,942	32,169	3,710	7,864	4,233

LOS CASTILLOS REAL ESTATE, INC. Y SUBSIDIARIAS

INDICADORES FINANCIEROS	Dic.14	Dic.15	Dic.16	Sep.17	Dic.17	Sep.18
SOLVENCIA						
Pasivos / Patrimonio	0.86	0.71	0.65	0.61	0.68	0.65
Deuda Financiera / Pasivo	0.86	0.84	0.83	0.81	0.83	0.82
Deuda Financiera / Patrimonio	0.74	0.60	0.53	0.50	0.57	0.54
Pasivo / Activo	46.3%	41.7%	39.2%	38.1%	40.4%	39.5%
Pasivo Corriente / Pasivo total	11.7%	12.1%	5.5%	6.3%	18.3%	6.4%
Pasivo No Corriente / Pasivo total	88.3%	87.9%	94.5%	93.7%	81.7%	93.6%
Deuda Financiera / EBITDA	9.87	6.82	7.78	6.69	7.73	6.67
LIQUIDEZ						
Liquidez Corriente (Activo Cte. / Pasivo Cte.)	0.55	0.41	1.31	0.85	0.23	1.16
Prueba Ácida (Activo Cte. - Inventario - Gastos pagados x	0.53	0.40	1.25	0.72	0.22	1.09
Liquidez Absoluta (Efectivo / Pasivo Cte.)	0.52	0.38	1.22	0.70	0.21	0.74
Capital de Trabajo (Activo Cte. - Pasivo Cte.)	(3,996)	(5,262)	1,498	(833)	(13,642)	977
GESTIÓN						
Gastos Financieros / Ingresos	33.1%	36.8%	36.5%	33.8%	35.2%	36.0%
RENTABILIDAD						
Margen Bruto	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
Margen Operativo	88.4%	90.6%	89.5%	90.5%	88.8%	91.4%
Margen Neto	253.2%	158.7%	309.9%	42.8%	67.0%	41.9%
ROAA*	13.2%	9.4%	16.1%	16.06%	3.4%	3.61%
ROAE*	24.2%	16.7%	26.9%	26.71%	5.7%	5.89%
GENERACIÓN						
FCO	-1,650	4,435	4,539	4,167	5,398	4,709
FCO anualizado	-1,650	4,435	4,539	5,305	5,398	5,940
EBITDA	6,616	9,100	9,294	7,848	10,418	9,231
EBITDA anualizado	6,616	9,100	9,294	10,301	10,418	11,801
Margen EBITDA	88.4%	90.6%	89.5%	90.5%	88.8%	91.4%
COBERTURAS *(datos anualizados)*						
EBITDA / Gastos Financieros	2.67	2.46	2.45	2.52	2.52	2.44
EBITDA / Servicio de Deuda	1.14	1.24	1.12	1.17	1.17	1.13
FCO + Intereses Pagados / Gastos Financieros	0.30	2.20	2.18	2.30	2.30	2.23
FCO + Intereses Pagados / Servicio de Deuda	0.13	1.11	0.99	1.07	1.07	1.03

*Anualizados

Covenants	Dic.14	Dic.15	Dic.16	Sep.17	Dic.17	Sep.18
Cobertura de Servicio de Deuda (>1.05x) - Emisión I y III	-	-	1.35	1.29	1.25	1.28
Cobertura de Servicio de Deuda (>1.05x) - Emisión II	-	-	1.55	1.25	0.89	1.37
Pasivos / Patrimonio (<3.5x)	0.86	0.71	0.65	0.61	0.68	0.65

ANEXO I

HISTORIA DE CALIFICACIÓN – LOS CASTILLOS REAL ESTATE, S.A.

Instrumento	Calificación Anterior* (Al 31.03.18)	Calificación Actual (Al 30.09.18)	Definición de Categoría Actual
Bonos Corporativos por hasta US$25.0 millones **(Serie A – Serie Única)**	A+.pa	A+.pa	Refleja alta 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.
Bonos Corporativos por hasta US$23.0 millones **(Series A y B)**	A+.pa	A+.pa	Refleja alta 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.
Bonos Corporativos Senior por hasta US$60.0 millones **(Series B, C, D y E)**	A+.pa	A+.pa	Refleja alta capacidad de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados. La capacidad de pago es más susceptible a posibles cambios adversos en las condiciones económicas que las categorías superiores.

**Sesión de Comité del 13 de junio de 2018.*

ANEXO II
DETALLE DE LOS INSTRUMENTOS CALIFICADOS POR EQUILIBRIUM

Oferta Pública de Bonos Corporativos, hasta por US$25.0 millones

	Serie A
Monto Colocado	US$ 25.0 millones
Saldo en Circulación (30.09.2018)	US$ 9.99 millones
Fecha de Colocación	Noviembre 2008
Plazo	15 años
Tasa de Interés	LIBOR 3 meses + 2.25%, mínimo 5%
Pago de Capital	Mensual
Fiduciario	BG Trust, Inc.
Bienes Cedidos en Garantía	Bienes inmuebles Flujos de arrendamiento mensual Pólizas de seguro Cuenta Reserva Fianza Solidaria
Resguardos	125% de valor de mercado mínimo para hipotecas inmuebles, 1.05 veces de cobertura de flujos sobre S.D. Endeudamiento <3.5 veces
Redención Anticipada	Parcial o totalmente en cualquier día de pago a partir del 5to año. Las condiciones detalladas se pueden observar en el prospecto.
Opción de Venta "Put" por parte de los Tenedores Regis-trados	De acuerdo a la información provista por la gerencia dicha opción no fue ejercida por los bonistas.

Fuente: LOCRE / Elaboración: Equilibrium

Oferta Pública de Bonos Corporativos, hasta por US$23.0 millones

	Serie A	Serie B
Monto Colocado	US$ 10.5 millones	US$ 12.5 millones
Saldo en Circulación (30.09.2018)	US$ 6.81 millones	US$ 8.59 millones
Fecha de Colocación	Diciembre 2011	Diciembre 2012
Plazo	15 años	15 años
Tasa de Interés	LIBOR 3 meses + 3.0%, mínimo 4.25%, máximo de 8.50% hasta el año 7 y máximo de 9.00% a partir del año 8 hasta el año 15	
Pago de Capital	Mensual	
Fiduciario	Global Financial Funds Corporation	
Bienes Cedidos en Garantía	Bienes inmuebles Flujos de arrendamiento mensual Pólizas de seguro Cuenta Reserva Fianza Solidaria	
Resguardos	125% de valor de mercado mínimo para hipotecas inmuebles, 1.05 veces de cobertura de flujos sobre S.D. Endeudamiento <3.5 veces	
Redención Anticipada	Parcial o totalmente en cualquier día de pago a partir del 5to año. Las condiciones detalladas se pueden observar en el prospecto.	

Fuente: LOCRE / Elaboración: Equilibrium

Oferta Pública de Bonos Corporativos, hasta por US$70.0 millones

	Serie B	Serie C	Serie D	Serie E
Monto Colocado	US$ 16.9 millones	US$ 6.6 millones	US$ 12.4 millones	US$ 15.0 millones
Saldo en Circulación (30.09.2018)	US$ 13.79 millones	US$ 5.76 millones	US$ 11.26 millones	US$ 15.59 millones
Fecha de Colocación	Diciembre 2014	Febrero 2016	Diciembre 2016	Enero 2018
Plazo	15 años	15 años 10 meses	15 años	15 años
Tasa de Interés	LIBOR 3 meses + 3.5%, mínimo 4.75%	LIBOR 3 meses + 3.5%, mínimo 5.0%	LIBOR 3 meses + 3.75%, mínimo 5.5%	LIBOR 3 meses + 3.5%, mínimo 5.0%
Pago de Capital	Mensual			
Fiduciario	BG Trust			
Bienes Cedidos en Garantía	Bienes inmuebles Flujos de arrendamiento mensual Pólizas de seguro Cuenta Reserva Fianza Solidaria			
Resguardos	125% de valor de mercado mínimo para hipotecas inmuebles, 1.05 veces de cobertura de flujos sobre S.D. Endeudamiento <3.5 veces			
Redención Anticipada	Parcial o totalmente a partir del 3er año. Las condiciones detalladas se pueden observar en el prospecto.			
Opción de Venta "Put" por parte de los Tenedores Regis-trados	Los Tenedores de Bonos tendrán la opción de vender al Emisor al 100% del valor insoluto de capital al final del 10mo año. Dicha opción debe ser notificada durante el periodo de 180 dias y 270 dias previos al 10mo año.			

Fuente: LOCRE / Elaboración: Equilibrium

ANEXO III
RELACIÓN DE PROPIEDADES Y SUBSIDIARIAS - LOS CASTILLOS REAL ESTATE, INC. Y SUBSIDIARIAS

Subsidiaria	Ubicación del Inmueble que administra
Corporación Los Castillos, S.A.	El Dorado
Los Pueblos Properties, S.A.	Los Pueblos (vendidos)
Los Andes Properties, S.A.	San Miguelito
Inversiones Europanamericana, S.A.	Zona Libre de Colón
Chiriquí Properties, S.A.	David, Chiriquí
Veraguas Properties, S.A.	Santiago, Veraguas
France Field Properties, S.A.	Zona Libre de Colón
Zona Libre Properties, S.A.	Zona Libre de Colón
Doce de Octubre Properties, S.A.	12 de octubre
Villa Lucre Properties, S.A.	Villa Lucre
San Antonio Properties, S.A.	Albrook Mall
Juan Díaz Properties, S.A.	Centro Comercial Los Pueblos
Altos de Panamá, S.A.	Centennial Mall
West Mall Properties, S.A.	West Land Mall, Arraiján
Herrera Properties, S.A.	Chitré, Herrera
Chilibre Properties, S.A. (2 bodegas)	Chilibre
Mañanitas Properties, S.A.	Tocumen
Vista Alegre Properties, S.A.	West Land Mall, Arraiján
Chorrera Properties, S.A.	Costa Verde, Chorrera
La Doña Properties, S.A.	24 de diciembre
Boulevard Santiago Property, S.A.	Santiago, Veraguas
Coronado Property, S.A.	Coronado, Chame
Brisas Property, S.A.	Brisas del Golf
Villa Zaita Property, S.A.	Las Cumbres
Aguadulce Property, S.A.	Aguadulce, Coclé
Penonomé Property, S.A.	Penonomé, Coclé
Sabanitas Property, S.A. *(por adquirir)*	Sabanitas, Colón

Fuente: LOCRE / Elaboración: Equilibrium

ANEXO IV

Accionistas al 30.09.2018

Accionistas	Participación
Alex Alberto Cohen Solís	25.0%
Enos & Shipping Trading Corp.	25.0%
Fundación Ivanco	25.0%
Mahalo Investment Corp.	25.0%
Total	**100.00%**

Fuente: LOCRE / *Elaboración: Equilibrium*

Directorio al 30.09.2018

Directorio	
Alex A. Cohen S.	Presidente
Eric T. Cohen S.	Tesorero
Iván Cohen S.	Secretario
José Álvaro Restrepo Arango	Director Independiente

Fuente: LOCRE / *Elaboración: Equilibrium*

Plana Gerencial al 30.09.2018

**El Emisor cuenta con el apoyo administrativo del personal ejecutivo de ACE International Hardware, Corp.*

© 2018 Equilibrium Calificadora de Riesgo.

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

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

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

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

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

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

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