Los Castillos
Real Estate, Inc.

Panamá, 16 de julio de 2018

Licenciada
Olga Cantillo
Vicepresidente Ejecutivo y Gerente General
Bolsa de Valores de Panamá, S.A.
Panamá, República de Panamá

Estimada Licda. Cantillo:

Nos permitimos comunicarle como hecho de importancia que el Comité de **Equilibrium Calificadora de Riesgo, S.A.** ha hecho pública, el día 13 de julio de 2018, su decisión de ratificar la categoría **A+.pa**, con perspectiva Estable, a las tres (3) emisiones de Bonos Corporativos emitidos por **Los Castillos Real Estate, Inc.**, según información interina al 31 de marzo de 2018.

A su vez, comunican que el informe de calificación de riesgo con los fundamentos de la calificación, estará disponible en la 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$60.0 millones (Series B, C, D, E, F, G, H, I)	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*	

Y)

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.

Sin otro particular, nos suscribimos de usted.

Atentamente,

LOS CASTILLOS REAL ESTATE, INC.

Iván Cohen S.
Director / Secretario

٢١

Equilibrium

Panamá, 13 de julio de 2018.

Señores
Los Castillos Real Estate, Inc. y Subsidiarias
Ciudad de Panamá

Atención: Lic. Eric Cohen Solís
Director - Tesorero

Estimados Señores:

Por este medio, hacemos de su conocimiento la decisión del Comité de Equilibrium Calificadora de Riesgo, S.A., de ratificar la categoría **A+.pa** a las 3 emisiones de Bonos Corporativos de **Los Castillos Real Estate, Inc. y Subsidiarias**, según información auditada al 31 de diciembre de 2017 e interina al 31 de marzo 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$60.0 millones (Series B, C, D, E, F, G, H, I)	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

Equilibrium
Calificadora de Riesgo S.A.

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

Ciudad de Panamá, Panamá

Informe de Calificación
Sesión de Comité: 13 de julio de 2018

Contacto:
(507) 214-7049

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 ver el resumen de la estructura remitirse al Anexo I.*
*** Para más información sobre la categoría asignada remitirse al Anexo II.*

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) donde se puede consultar adicionalmente 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 de Los Castillos Real Estate, Inc. y Subsidiarias, así como también los Estados Financieros No Auditados al 31 de marzo de 2017 y 2018. 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$60.0 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 asignada se sustenta en la estructura misma de las Emisiones, la cual contempla 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, así como la existencia de una Cuenta de Reserva que debe ser capaz de cubrir el Servicio de Deuda de los siguientes tres meses. A esto se suman las fianzas solidarias emitidas por las subsidiarias hasta por el monto de cada Serie a favor de los Tenedores Registrados. Adicional a lo anterior, 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.

En relación con el manejo de los flujos, aporta positivamente 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.

Dentro de los factores que limitan la calificación asignada, destaca la elevada palanca financiera (Deuda Financiera Total / EBITDA) que presenta el Emisor, la misma que, al

31 de marzo de 2018, alcanza 7.47 veces y 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 clasificación 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 un ajuste en sus indicadores de solvencia a la fecha de análisis, por lo cual su capacidad de actuar como respaldo ante cualquier eventualidad de estrés financiero se ve acotada.

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 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 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 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.

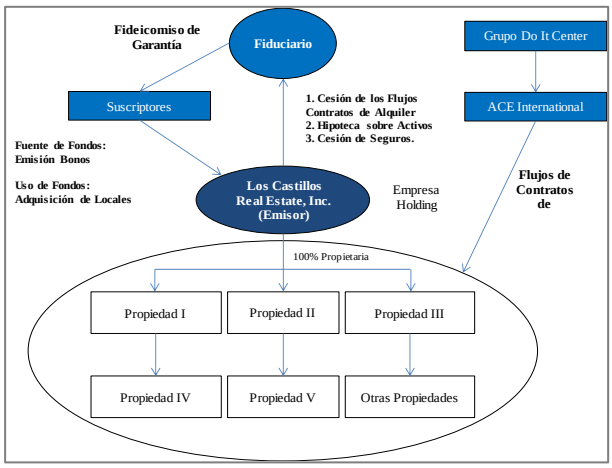
El negocio de LOCRE consiste en la compra, venta y arrendamiento de locales de inversión; sin embargo, su principal actividad se basa en brindar financiamiento y obtener capital para la apertura de nuevos locales comerciales para ACE International Hardware, Corp., dueño de la cadena de tiendas Do It 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. A la fecha de análisis, las propiedades LOCRE comprenden 109,092 m^2 de los cuales 60,307m^2 son tiendas y 49,055m^2 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

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*

Componentes

Los Fideicomisos de Garantía poseen los bienes detallados a continuación, los cuales han sido cedidos por parte de LOCRE con la finalidad de respaldar las Series colocadas dentro de los distintos Programas de Bonos Corporativos:

1. La totalidad de los flujos de alquiler de las subsidiarias del Emisor, es decir, los cánones de arrendamiento mensuales que sean percibidos por las propiedades hipotecadas en garantía y que sean devengados por las subsidiarias del Emisor en el desarrollo de su actividad como administrador de inmuebles. 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.
2. El saldo depositado en las Cuentas de Concentración y Cuenta de Reserva de los distintos Fideicomisos.
3. Primera hipoteca y anticresis sobre los locales adquiridos por las subsidiarias del Emisor y cuyo valor de mercado deberá cubrir por lo menos en 125% el saldo emitido y en circulación de las distintas Series de Bonos Corporativos.
4. Pólizas de seguro de los bienes inmuebles cedidos en garantía que permitan cubrir el 80% del valor de reposición de las mejoras construidas sobre las fincas cedidas en garantía para LOCRE I y II y el 100% en el caso de LOCRE III.

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

A continuación, se presenta la descripción de las cuentas administradas por el Agente Fiduciario de cada Emisión y/o Programa de Bonos Corporativos:

1. **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.

2. **Cuenta de Reserva:** Dentro del Fideicomiso de Garantía se tiene una Cuenta de Reserva en la cual se realizan aportes trimestrales (siempre y cuando se den aumentos en el monto del pago a capital e intereses) 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:

1. Pago de los gastos generales y administrativos del Emisor que sean presentados y aprobados por el Agente Fiduciario.
2. Pago de intereses de las Series Senior de los Bonos Corporativos.
3. Pago de capital de las Series Senior de los Bonos Corporativos.
4. Depósito de los fondos a la Cuenta de Reserva de Servicio de Deuda.
5. 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 (considerando las modificaciones efectuadas en los términos y condiciones), 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 (*Covenants*)
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:

1. Mantener en todo momento un ratio de Endeudamiento máximo (Pasivo / Patrimonio Neto) de 3.50 veces.
2. Mantener en todo momento una Cobertura de Servicio de Deuda mínima de 1.05 veces. Dicho indicador se define como: Flujos de Caja Disponible para el Servicio de Deuda / Servicio de Deuda. Su cálculo varía dependiendo de la Emisión y/o Programa, según se detalla:

LOCRE I y III	LOCRE II
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.	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.

3. Limitar las Inversiones de Capital 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.

Contratos de Alquiler
Los contratos de arrendamiento que firmen las subsidiarias de LOCRE con su/s arrendatario/s, deben contar con un plazo mínimo de cinco años, más un periodo de cinco años adicionales. Para el caso de LOCRE III, son 10 años mínimo, más cinco años renovables. Adicionalmente, los contratos deben presentar cláusulas de aumentos anuales en los cánones de arrendamiento y que contengan penalidades por cuotas atrasadas o por cancelación anticipada. Además, los contratos deben presentar cláusulas de no salida del arrendatario por un periodo mínimo de tres años después de la firma del contrato. No menos importante resulta la necesidad de reemplazar un contrato cancelado con otro de igual o mayor valor económico. Es importante mencionar que los contratos correspondientes a LOCRE I, que originalmente se encontraban constituidos por plazos de cinco años más cinco años adicionales, están siendo renovados por contratos de 10 años más cinco años adicionales a medida que vencen sus términos.

Eventos de Incumplimiento
Los tenedores de las distintas Series de Bonos Corporativos Senior podrán solicitar la redención anticipada de las Emisiones en caso de la ocurrencia de los siguientes eventos:

1. Incumplimiento en el pago de intereses por más de cinco días hábiles.
2. Incumplimiento en el pago de dos cuotas mensuales de capital consecutivas.
3. Cualquier incumplimiento en los términos y condiciones en los Contratos de Alquiler entre las subsidiarias de LOCRE y el arrendatario principal.
4. Si el Emisor incumple cualquiera de los resguardos financieros.
5. Si el Emisor incumple cualquiera de las Obligaciones de Hacer y de No Hacer estipuladas en el Prospecto Informativo.

6. Si cualquiera de las Declaraciones y Garantías del Emisor resultara falsa o inexacta en algún aspecto de importancia y el Emisor no subsanara dicha situación dentro de los 30 días calendarios siguientes.
7. Si se decreta la quiebra del Emisor.
8. Si las garantías que cubren las Emisiones sufrieran depreciaciones o desmejoras que ocasionen que su nivel de respaldo disminuya de manera considerable.
9. Si se iniciaran uno o varios juicios en contra del Emisor o secuestros o embargos en contra de sus bienes, por un monto superior a US$1.0 millón y que los mismos no fueran levantados dentro de los 30 días calendarios siguientes a la fecha de interposición.
10. Si se produce algún cambio sustancial adverso en los negocios, condición financiera o en las operaciones del Emisor o si ocurre alguna circunstancia de naturaleza económica, política o financiera, ya sea nacional o internacional, que le haga concluir al Agente de Pago, Registro y Transferencia de que el Emisor no podrá, o no será capaz de pagar el capital e intereses de manera oportuna.
11. Otros causales considerados en los Prospectos Informativos de cada una de las Emisiones.

Hechos de Importancia del Periodo

1. El 8 de noviembre de 2017, la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) aprobó la modificación de los siguiente términos y condiciones de LOCRE III:

Original	Modificado
El Emisor tendrá un periodo máximo de **tres años**, contados a partir de la fecha de oferta de la Serie A (Subordinados emitidos el 1 de diciembre de 2014) para emitir las Series Senior.	El Emisor tendrá un periodo máximo de **cinco años**, contados a partir de la fecha de oferta de la Serie A para emitir las Series Senior.

2. Las propiedades adquiridas por Villa Zaita Property, S.A., Aguadulce Property, S.A. y Penonomé Property, S.A. fueron traspasadas a su respectiva sociedad entre octubre y noviembre de 2017, además, las mismas fueron hipotecadas al Fideicomiso de Garantía el 8 de enero de 2018. A fecha de este informe, el Emisor se mantiene a la espera de que el promotor haga efectivo el traspaso de la propiedad por Sabanitas Property, S.A.

3. El 16 de marzo de 2018, LOCRE hace 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 (mínimo requerido 1.05 veces). En el Hecho de Importancia se comunicó que el incumplimiento fue subsanado en el mes de enero de 2018.

ENTIDADES PARTICIPANTES

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 tanto de Banco General, como de Global Bank Corporation:

Banco General, S.A. y Subsidiarias

US$ Miles	2015	2016	2017
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: BVPA / *Elaboración: Equilibrium*

Global Bank Corporation y Subsidiarias

US$ Miles	Jun.15	Jun.16	Jun.17
Activos	5,385,845	6,041,384	6,624,921
Patrimonio	450,137	511,871	576,531
Utilidad	77,122	80,061	76,376
ROAA	1.56%	1.40%	1.21%
ROAE	18.81%	16.64%	14.03%

Fuente: SBP / *Elaboración: Equilibrium*

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 su solvencia al 31 de diciembre de 2017 se vio ajustada producto de un aumento inusual de su inventario, que ha sido ajustado al 31 de marzo de 2018, y la toma de deuda a mediano plazo para financiar la apertura de nuevas tiendas. En base a dicha evaluación, se ha determinado que la capacidad para afrontar los pagos del Servicio de Deuda atribuibles a los Bonos Corporativos Senior de LOCRE podría verse afectada en la medida en que las ventas de Ace International Hardware se vean deterioradas por las condiciones macroeconómicas del país o el desempeño de las nuevas tiendas.

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 atribuible al Originador, los señores Jason, Michael y Samuel Cohen, hijos de los accionistas, fueron designados Co-Gerentes Generales de la cadena de tiendas Do It Center durante la primera mitad del 2017, de acuerdo al plan de sucesión familiar. Al mismo tiempo, se nombraron cinco nuevos Directores encargados

de las principales Divisiones Administrativas de Do It Center: Tomás Fraser – Director de Ventas, Rahamffis García – Director de Logística, Giovanna Sánchez – Directora de Recursos Humanos, Kevin Harrington - Director de Finanzas y Salvador Murillo – Director Comercial.

Adicionalmente, el 26 de febrero de 2018, se comunicó como Hecho de Importancia la incorporación del Ing. José Álvaro Restrepo Arango como nuevo miembro de la Junta Directiva del Grupo, como Director Independiente. El Ing. Restrepo posee experiencia en puestos gerenciales en reconocidas empresas e industrias a nivel nacional.

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. Y SUBSIDIARIAS

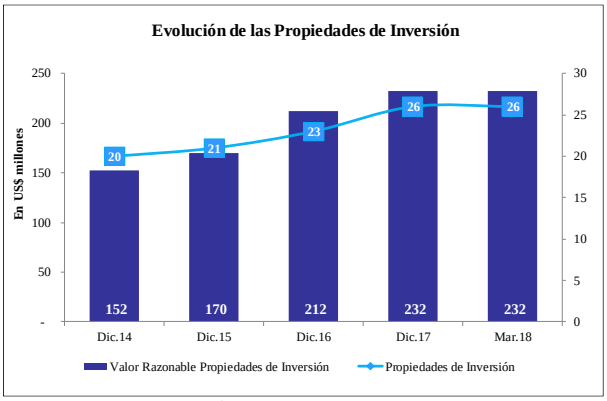
En base a los acuerdos de confidencialidad firmados entre LOCRE y Equilibrium, a lo largo del presente informe no se presentarán cifras correspondientes a Ace International Hardware, Corp. o sus afiliadas, sino que el análisis se centrará en las cifras del Emisor únicamente.

Activos y Liquidez

Al cierre del ejercicio 2017, los activos de LOCRE ascendieron a US$238.9 millones, registrando un crecimiento interanual de 7.32%, sustentado principalmente en un incremento de 9.56% en las propiedades de inversión, rubro que representa el 97.40% de los activos totales. Del incremento de US$20.3 millones 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. Toda propiedad que se adquiera en el futuro será hipotecada a los Fideicomisos como garantía para respaldar a los inversionistas tenedores de las distintas Series de Bonos Corporativos Senior emitidas.

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, según se muestra a continuación:



Fuente: LOCRE / *Elaboración: Equilibrium*

Otro de los rubros principales dentro de los activos de LOCRE lo conforman los Depósitos en Fideicomisos, los mismos que corresponden a los flujos que mantiene el Emisor dentro de las Cuentas de Concentración para el repago del servicio de deuda. Al 31 de diciembre de 2017, dicha partida asciende a US$2.9 millones y representa el 69.99% de los activos corrientes.

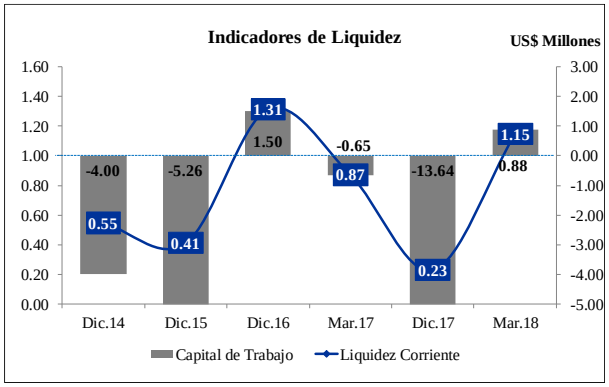
Al 31 de marzo de 2018, el total de activos de LOCRE se incrementa en US$2.8 millones (+1.15%), situándose en US$241.6 millones, producto de un aumento de US$2.0

millones en depósitos a plazo fijo, así como de US$1.3 millones en el saldo de los depósitos mantenidos por el Emisor en las Cuentas de Concentración para el pago del Servicio de Deuda.

Al analizar la evolución de la liquidez corriente, la misma desciende de 1.31 veces en el 2016 a 0.23 veces al cierre de 2017 como resultado de una disminución de 67.02% en los niveles de efectivo, sumado 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.

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.

Al 31 de marzo de 2018, la liquidez corriente regresa a niveles superiores a 100% al situarse en 1.13 veces como resultado de la cancelación, en el mes de enero de 2018, del préstamo antes señalado con los recursos obtenidos de la colocación de la Serie E de la Tercera Oferta de Bonos Corporativos de LOCRE por US$15.0 millones, lo cual produjo una disminución del pasivo corriente de 66.20% con respecto al cierre del ejercicio 2017, sumado a un incremento de US$2.0 millones en los niveles de efectivo (constitución de depósito a plazo fijo). La gráfica a continuación evidencia la evolución de los indicadores de liquidez de LOCRE:

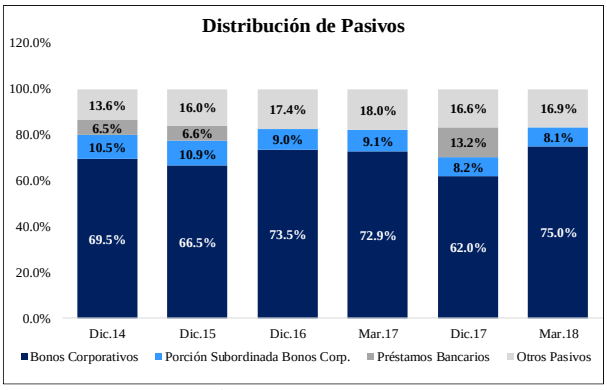


Fuente: LOCRE / *Elaboración: Equilibrium*

Estructura Financiera y Solvencia

Al 31 de diciembre de 2017, los pasivos de LOCRE totalizaron US$96.6 millones, mostrando un crecimiento de 10.34% en comparación al año anterior. En ese sentido, la deuda financiera asciende a US$80.6 millones y representa el 83.37% de la totalidad de los pasivos. El incremento de los pasivos se debe principalmente a la adquisición del préstamo bancario de corto plazo descrito anteriormente para financiar la adquisición de las propiedades en Villa Zaita, Aguadulce y Penonomé.

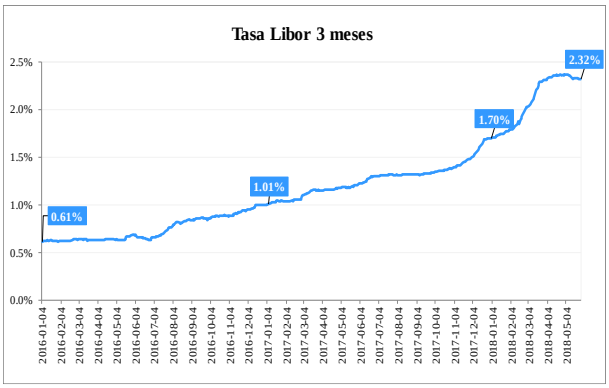
Al 31 de diciembre de 2017, la deuda financiera se compone en 74.36% por las distintas Series de Bonos Corporativos emitidas, 15.81% por financiamiento bancario y 9.84% por Bonos Subordinaos. Luego de la salida al mercado en enero de 2018 con la Serie E de Bonos Corporativos para cancelar la totalidad de los préstamos bancarios, la deuda financiera total de LOCRE, al 31 de marzo de 2018, se encuentra conformada en 90.25% por las Series de Bonos Corporativos emitidas y el 9.75% remanente por los Bonos Subordinados, representando en conjunto el 83.11% del total de los pasivos. El pasivo de LOCRE también incorpora un saldo importante correspondiente al impuesto sobre la renta diferido (16.38% del total de pasivos al cierre de 2017 y 16.33% a marzo 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.

Por otro lado, las distintas Series de Bonos Corporativos de LOCRE fueron emitidas a una tasa variable referenciada a la LIBOR 3 meses, más un componente diferencial fijo, estableciendo además tasas mínimas. Cabe señalar que la tasa LIBOR 3 meses se encuentra en sus niveles más elevados desde el 2008, presionada por las especulaciones sobre las acciones del Sistema de la Reserva Federal de los Estados Unidos (FED), tal como se exhibe en el siguiente gráfico:



Fuente: BCRP / *Elaboración: Equilibrium*

La tendencia al alza en la tasa LIBOR 3 meses ha llevado a que el interés a pagar sobrepase la tasa mínima establecida

en LOCRE II (4.25%) al situarse en 5.31% al 31 de marzo de 2018, así como en LOCRE III, toda vez que las tasas de las Series B, C, D han superado sus mínimos establecidos de 4.75%, 5.00% y 5.50%, respectivamente, al situarse en 5.81% al 31 de marzo de 2018 (Series B y C) y 6.06% (Serie D). La tasa de la Serie E colocada en el mes de enero de 2018 también se ubica sobre su mínimo de 5.00% al situarse en 5.81%. A su vez, se observa que para LOCRE I, se está próximo a alcanzar la tasa de 5.00% al situarse en 4.56%, situación que resultaría en un aumento en los costos financieros del Emisor. En ese sentido, de continuar esta tendencia, la solvencia de LOCRE podría ajustarse, toda vez que solamente se estableció una tasa máxima para la LOCRE II y esta se encuentra en un nivel bastante superior a la tasa actual (tasa máxima de 8.50%).

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 31 de marzo de 2018, dicho resguardo se cumple de acuerdo al siguiente cuadro:

Al 31 marzo de 2018	LOCRE II Original	LOCRE I y III Modificado
Flujo Disponible para el Servicio de Deuda	11,248,037	10,628,277
Total Servicio de Deuda	8,107,361	8,107,361
Cobertura Servicio de Deuda (>1.05 veces)	1.39	1.32

Fuente: LOCRE / *Elaboración: Equilibrium*

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.

A su vez, el Emisor tiene la obligación de cumplir con un apalancamiento máximo de 3.5 veces su patrimonio. Al cierre del ejercicio 2017, LOCRE sostuvo un apalancamiento contable de 0.68 veces, cumpliendo dicho resguardo con holgura. Al 31 de marzo de 2018, se mantuvo el mismo nivel.

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. A continuación, el detalle del valor de mercado de las propiedades incluidas en cada Emisión:

Valor de Mercado (US$)	2016	2017
Total LOCRE I	87,361,838	88,975,167
Total LOCRE II	77,933,908	71,995,195
Total LOCRE III	46,901,922	71,503,606

Fuente: LOCRE / *Elaboración: Equilibrium*

En el cuadro anterior se observa un comportamiento mixto en las propiedades que garantizan las ofertas de Bonos Corporativos. En este sentido, las propiedades adjudicadas a LOCRE I incrementaron su valor en 1.85%, mientras que las principales propiedades adjudicadas a LOCRE II vieron su valor de mercado afectado al ajustarse en 7.62% durante el 2017. Con respecto a LOCRE III, la inclusión de Villa Zaita, Penonomé y Aguadulce impulsaron el valor de mercado de las propiedades en 52.5%. A pesar de la disminución en el valor de las propiedades de LOCRE II, la cobertura del saldo en circulación de las distintas Series de Bonos Corporativos Garantizados se incrementa al 31 de marzo 2018 en línea con la amortización del saldo en circulación. Por otro lado, las nuevas Series emitidas en LOCRE III han ido de la mano con la adición de los inmuebles financiados como respaldo al Bono, por lo cual el límite de cobertura se cumple adecuadamente para los tres Programas de LOCRE. A continuación, se detalla la evolución de la cobertura del saldo insoluto de los Bonos Corporativos con los inmuebles cedidos:

US$ Miles	Jun. 17	Set. 17	Dic. 17	Mar.18
LOCRE I	696%	721%	749%	778%
LOCRE II	360%	367%	375%	376%
LOCRE III	177%	144%	181%	175%

Fuente: LOCRE / *Elaboración: Equilibrium*

Generación, Eficiencia y Rentabilidad

Al 31 de diciembre de 2017, los ingresos por alquileres de LOCRE ascienden a US$11.7 millones, registrando un crecimiento de 13.06% en relación con el mismo periodo del año anterior. Siguiendo la tendencia, los ingresos del primer trimestre de 2018 fueron superiores en 16.48% a los exhibidos en el 2017. 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, cabe señalar que el aumento inusual de su inventario y la toma de deuda a mediano plazo para financiar la apertura de nuevas tiendas, al 31 de diciembre de 2017, han ajustado los indicadores de solvencia de Ace International Hardware al corte de análisis.

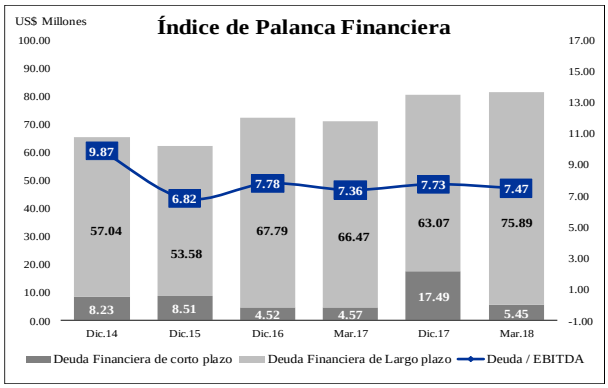
Ace International Hardware brinda el servicio de personal administrativo a LOCRE, por lo cual la Empresa no registra mayores gastos operativos. El margen operativo de LOCRE disminuye de 89.5% al cierre de 2016 a 88.8% en el 2017 como resultado de un incremento en los honorarios

profesionales pagados. Al 31 de marzo de 2018, dicho margen se sitúa en 91.8%. Con relación a los gastos financieros, al 31 de diciembre de 2017 los mismos ascienden a US$3.9 millones, registrando un incremento de 15.86% en comparación al año anterior. Este incremento se encuentra ligado al efecto de la colocación, en el mes de diciembre de 2016, de la Serie D de Bonos Corporativos por US$12.3 millones, en adición a la subida de la tasa LIBOR 3 meses mencionada anteriormente.

Al valuar sus propiedades mediante el valor razonable, la utilidad neta recoge el efecto de los cambios en el valor razonable de los inmuebles; al respecto, en el 2017 se registró una ganancia de US$3.5 millones en comparación con los US$31.1 millones registrados en el 2016 y por ello la utilidad neta del ejercicio 2017 resulta 75.6% inferior a la exhibida el ejercicio anterior. Producto de lo anterior, los indicadores de rentabilidad, medidos por medio del retorno promedio de activos (ROAA) y retorno promedio para el accionista (ROAE), se sitúan en 3.4% y 5.7% respectivamente, significativamente menor a los exhibidos en el 2016 (16.1% y 26.9%, respectivamente).

Al analizar la generación de LOCRE, el EBITDA registra un aumento interanual de 12.09%, con un margen de 88.8% sobre los ingresos. 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.

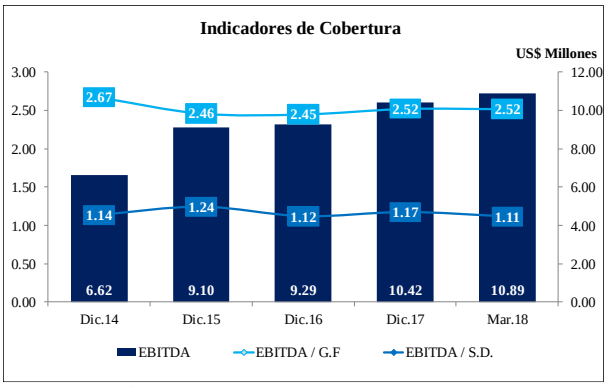
Con relación al primer trimestre de 2018, el EBITDA del periodo fue superior en 18.09% al registrado en el mismo periodo de 2017. A pesar de la evolución favorable del EBITDA, la palanca financiera (deuda financiera total / EBITDA) de LOCRE sigue siendo elevada, ubicándose en 7.73 veces al cierre de 2017 y en 7.47 veces al finalizar el primer trimestre de 2018, según se detalla a continuación:



Fuente: LOCRE / *Elaboración: Equilibrium*

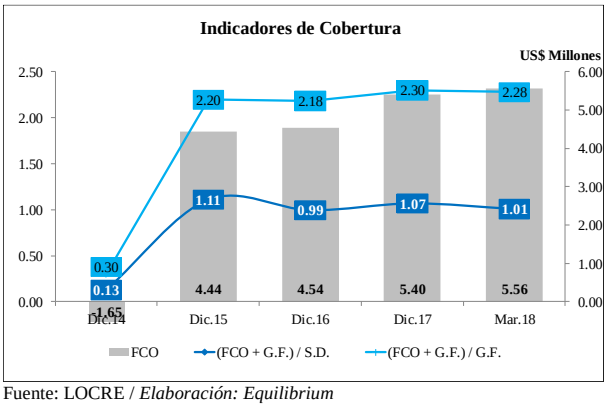
Si bien el apalancamiento financiero de LOCRE es elevado, la deuda financiera es principalmente de largo plazo y las Emisiones tienen una estructura de amortización mensual estable a lo largo del plazo en circulación de los Bonos.

Al 31 de diciembre de 2017, la Cobertura de Servicio de Deuda a través del EBITDA alcanza 1.17 veces, presentando una mejora con respecto a la cobertura de 1.12 veces registrado al cierre de 2016. Al primer trimestre de 2018, la misma se situó en 1.11 veces, en cumplimiento del valor mínimo establecido. En la gráfica siguiente se presentan los principales indicadores de cobertura:



EBITDA LTM (últimos 12 meses) al 31 de marzo de 2018.
Fuente: LOCRE / *Elaboración: Equilibrium*

Al analizar el Flujo de Caja Operativo, el mismo se sitúa en US$5.4 millones al 31 de diciembre de 2017, superando en 18.92% el registrado en el 2016, lo cual se refleja en una mejora en el índice de cobertura de Servicio de Deuda a través del FCO al pasar de 0.99 veces en el 2016 a 1.07 veces en el 2017. Al 31 de marzo de 2018, la cobertura con el FCO se situó en 1.01 veces.



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	Mar.17	Dic.17	Mar.18
ACTIVOS						
Efectivo y equivalentes de efectivo	1,881	791	2,726	86	899	309
Depósitos a plazo fijo	0	0	0	0	0	2,000
Depósitos en fideicomiso	2,719	2,645	3,154	3,990	2,859	4,124
Cuentas por cobrar - otras	101	121	125	124	133	144
Gastos e impuestos pagados por anticipado	127	122	294	214	195	292
ACTIVOS CORRIENTES	**4,828**	**3,680**	**6,299**	**4,414**	**4,085**	**6,869**
Propiedades de inversión	151,944	169,851	212,198	212,198	232,474	232,474
Cuentas por cobrar - otras	227	185	137	124	82	58
Adelanto a compra de activo	6,174	3,746	4,519	5,778	2,209	2,209
Otros activos	39	39	39	39	39	39
ACTIVOS NO CORRIENTES	**158,384**	**173,821**	**216,893**	**218,139**	**234,804**	**234,780**
TOTAL DE ACTIVOS	**163,212**	**177,501**	**223,192**	**222,553**	**238,889**	**241,649**
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	4,568	4,753	5,448
Cuentas por pagar - otras	0	25	92	35	42	11
Adelantos recibidos de clientes	41	20	20	20	20	20
Gastos e impuestos acumulados por pagar	554	388	167	440	177	512
PASIVOS CORRIENTES	**8,823**	**8,942**	**4,801**	**5,064**	**17,726**	**5,991**
Bonos corporativos por pagar a largo plazo, excl. porción circulante	49,140	45,515	59,877	58,549	55,136	67,957
Bonos subordinados	7,901	8,060	7,914	7,918	7,929	7,929
Cuentas por pagar - compañías relacionadas	0	0	0	0	0	3
Impuesto sobre la renta diferido	9,637	11,414	14,972	15,083	15,826	15,979
PASIVOS NO CORRIENTES	**66,677**	**64,990**	**82,764**	**81,550**	**78,892**	**91,868**
TOTAL DE PASIVOS	**75,500**	**73,932**	**87,564**	**86,613**	**96,618**	**97,859**
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	1,311	7,864	1,519
Utilidades retenidas de periodos anteriores	65,804	84,756	100,698	131,867	131,757	139,621
Impuesto complementario	(289)	(374)	(484)	(484)	(596)	(596)
TOTAL PATRIMONIO	**87,711**	**103,569**	**135,628**	**135,940**	**142,271**	**143,790**
TOTAL DE PASIVOS Y PATRIMONIO	**163,212**	**177,501**	**223,192**	**222,553**	**238,889**	**241,649**

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

	Dic.14	Dic.15	Dic.16	Mar.17	Dic.17	Mar.18
INGRESOS OPERATIVOS	**7,484**	**10,044**	**10,380**	**2,876**	**11,736**	**3,350**
Ingresos por alquileres	7,484	10,044	10,380	2,876	11,736	3,350
Costo de ventas	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
MARGEN DE CONTRIBUCIÓN	**7,484**	**10,044**	**10,380**	**2,876**	**11,736**	**3,350**
Gastos de ventas, generales y administrativos	**868**	**945**	**1,085**	**273**	**1,318**	**276**
Gastos de alquiler	223	223	223	56	246	56
Honorarios profesionales	88	38	167	39	297	41
Impuestos	335	344	371	110	447	110
Seguros	121	165	188	50	206	48
Otros gastos	100	175	135	19	122	21
UTILIDAD OPERATIVA	**6,616**	**9,100**	**9,294**	**2,603**	**10,418**	**3,074**
Otros ingresos, neto	**17,714**	**13,214**	**31,161**	**9**	**3,503**	**8**
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	9	35	8
UTILIDAD OPERATIVA ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS	**24,330**	**22,314**	**40,456**	**2,612**	**13,920**	**3,081**
Gastos de financiamiento	**2,476**	**3,694**	**3,791**	**865**	**4,128**	**1,056**
Gasto de intereses sobre bonos	1,788	3,255	3,380	827	3,916	920
Gasto de intereses sobre préstamos	510	289	202	0	0	93
Amortización de costos diferidos por emisión de deuda	78	134	149	37	173	43
Servicios bancarios	100	17	59	.2	39.5	.2
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO SOBRE LA RENTA	**21,855**	**18,620**	**36,665**	**1,747**	**9,792**	**2,025**
Impuesto sobre la renta, neto	2,903	2,678	4,496	436	1,928	507
UTILIDAD/ PÉRDIDA NETA	**18,952**	**15,942**	**32,169**	**1,311**	**7,864**	**1,519**

LOS CASTILLOS REAL ESTATE, INC. Y SUBSIDIARIAS

INDICADORES FINANCIEROS	Dic.14	Dic.15	Dic.16	Mar.17	Dic.17	Mar.18
SOLVENCIA						
Pasivos / Patrimonio	0.86	0.71	0.65	0.64	0.68	0.68
Deuda Financiera / Pasivo	0.86	0.84	0.83	0.82	0.83	0.83
Deuda Financiera / Patrimonio	0.74	0.60	0.53	0.52	0.57	0.57
Pasivo / Activo	46.3%	41.7%	39.2%	38.9%	40.4%	40.5%
Pasivo Corriente / Pasivo total	11.7%	12.1%	5.5%	5.8%	18.3%	6.1%
Pasivo No Corriente / Pasivo total	88.3%	87.9%	94.5%	94.2%	81.7%	93.9%
Deuda Financiera / EBITDA	9.87	6.82	7.78	7.36	7.73	7.47
LIQUIDEZ						
Liquidez Corriente (Activo Cte. / Pasivo Cte.)	0.55	0.41	1.31	0.87	0.23	1.15
Prueba Ácida (Activo Cte. - Inventario - Gastos pagados x anticipado / Pasivo Cte.)	0.53	0.40	1.25	0.83	0.22	1.10
Liquidez Absoluta (Efectivo / Pasivo Cte.)	0.52	0.38	1.22	0.80	0.21	0.74
Capital de Trabajo (Activo Cte. - Pasivo Cte.)	(3,996)	(5,262)	1,498	(650)	(13,642)	878
GESTIÓN						
Gastos Financieros / Ingresos	33.1%	36.8%	36.5%	30.1%	35.2%	31.5%
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%	91.8%
Margen Neto	253.2%	158.7%	309.9%	45.6%	67.0%	45.3%
ROAA*	13.2%	9.4%	16.1%	16.1%	3.4%	3.5%
ROAE*	24.2%	16.7%	26.9%	26.9%	5.7%	5.8%
GENERACIÓN						
FCO	-1,650	4,435	4,539	1,734	5,398	1,895
FCO anualizado	-1,650	4,435	4,539	4,403	5,398	5,559
EBITDA	6,616	9,100	9,294	2,603	10,418	3,074
EBITDA anualizado	6,616	9,100	9,294	9,655	10,418	10,889
Margen EBITDA	88.4%	90.6%	89.5%	90.5%	88.8%	91.8%
COBERTURAS *(datos anualizados)*						
EBITDA / Gastos Financieros	2.67	2.46	2.45	2.51	2.52	2.52
EBITDA / Servicio de Deuda	1.14	1.24	1.12	1.15	1.17	1.11
FCO + Intereses Pagados / Gastos Financieros	0.30	2.20	2.18	1.07	2.30	2.28
FCO + Intereses Pagados / Servicio de Deuda	0.13	1.11	0.99	0.69	1.07	1.01

***Anualizados**

Covenants	Dic.14	Dic.15	Dic.16	Mar.17	Dic.17	Mar.18
Cobertura de Servicio de Deuda (>1.05x) - Emisión I y III	-	-	1.35	1.36	1.25	1.32
Cobertura de Servicio de Deuda (>1.05x) - Emisión II	-	-	1.55	1.14	0.89	1.39
Pasivos / Patrimonio (<3.5x)	0.86	0.71	0.65	0.64	0.68	0.68

ANEXO I
RESUMEN DE LA ESTRUCTURA DE EMISIÓN DE BONOS CORPORATIVOS

OFERTA PÚBLICA DE BONOS CORPORATIVOS, HASTA POR US$25.0 MILLONES (SERIE A)	
Activos cedidos en garantía	Primera hipoteca y anticresis sobre las Fincas que vayan siendo adquiridas por las subsidiarias del Emisor. Cesión de los cánones de arrendamiento mensuales que sean percibidos por las propiedades cedidas en garantía y que sean devengados por las subsidiarias del Emisor en el desarrollo de su actividad como administrador de inmuebles.
Originador	Ace International Hardware Corp. y afiliadas
Emisor	Los Castillos Real Estate, Inc. y Subsidiarias (LOCRE)
Garantías	Fideicomiso de Garantía, además de fianzas solidarias de las subsidiarias que aportan propiedades al Fideicomiso correspondiente a la Emisión.
Resguardos Financieros	Aplicables al Emisor, según lo expresado en el informe.
Fiduciario	BG Trust, Inc.
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 Registrados	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 deberá ser notificada durante el periodo de 180 días y 270 días previos al 10mo año.
Monto de la Emisión	Hasta por US$25 millones.

OFERTA PÚBLICA DE BONOS CORPORATIVOS, HASTA POR US$23.0 MILLONES (SERIES A y B)	
Activos cedidos en garantía	Primera hipoteca y anticresis sobre las Fincas que vayan siendo adquiridas por las subsidiarias del Emisor. Cesión de los cánones de arrendamiento mensuales que sean percibidos por las propiedades cedidas en garantía y que sean devengados por las subsidiarias del Emisor en el desarrollo de su actividad como administrador de inmuebles.
Originador	Ace International Hardware Corp. y afiliadas
Emisor	Los Castillos Real Estate, Inc. y Subsidiarias (LOCRE)
Garantías	Fideicomiso de Garantía, además de fianzas solidarias de las subsidiarias que aportan propiedades al Fideicomiso correspondiente a la Emisión.
Resguardos Financieros	Aplicables al Emisor, según lo expresado en el informe.
Fiduciario	Global Financial Funds
Redención Anticipada	Parcial o totalmente en cualquier día de pago a partir del 5to año. Las condiciones detalladas se pueden observar en el prospecto.
Monto de la Emisión	Hasta por US$23 millones.

EMISIÓN PÚBLICA DE BONOS CORPORATIVOS, HASTA POR US$70.0 MILLONES (SERIES B,C,D,E,F,G,H,I)	
Activos cedidos en garantía	Primera hipoteca y anticresis sobre las Fincas que vayan siendo adquiridas por las subsidiarias del Emisor. Cesión de los cánones de arrendamiento mensuales que sean percibidos por las propiedades cedidas en garantía y que sean devengados por las subsidiarias del Emisor en el desarrollo de su actividad como administrador de inmuebles.
Originador	Ace International Hardware Corp. y afiliadas
Emisor	Los Castillos Real Estate, Inc. y Subsidiarias (LOCRE)
Garantías	Fideicomiso de Garantía, además de fianzas solidarias de las subsidiarias que aportan propiedades al Fideicomiso correspondiente a la Emisión. En adición, existe cesión irrevocable e incondicional de los contratos de arrendamiento celebrados entre las subsidiarias del Emisor, en calidad de arrendador, y ACE International Hardware, Corp. y otras, en calidad de arrendatarios, sobre las Fincas.
Resguardos Financieros	Aplicables al Emisor, según lo expresado en el informe.
Fiduciario	BG Trust, Inc.
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 Registrados	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 debía ser notificada durante el periodo de 180 días y 270 días previos al 10mo año. De acuerdo a la información provista por la gerencia dicha opción no fue ejercida por los bonistas.
Monto de la Emisión	Hasta por US$70 millones (US$10 millones corresponden a Serie A Subordinada)

DETALLE DE LOS INSTRUMENTOS CALIFICADOS al 31.03.2018

	LOCRE I	LOCRE II		LOCRE III			
	Serie A	Serie A	Serie B	Serie B	Serie C	Serie D	Serie E
Saldo en circulación (US$)	10,860,657	7,133,621	8,911,932	14,180,546	5,906,269	11,515,234	14,896,500
Plazo	17/11/2023	22/12/2026	21/12/2027	26/12/2029	15/12/2031	27/12/2031	15/01/2033
Tasa (anual)	LIBOR 3 meses + 2.25%, mínimo 5%	LIBOR 3 meses + 3%, mínimo 4.25%	LIBOR 3 meses + 3%, mínimo 4.25%	LIBOR 3 meses + 3.50%, mínimo 4.75%	LIBOR 3 meses + 3.50%, mínimo 5.00%	LIBOR 3 meses + 3.75%, mínimo 5.50%	LIBOR 3 meses + 3.50%, mínimo 5.00%
Fecha de colocación	17/11/2008	22/12/2011	21/12/2012	26/12/2014	15/02/2016	27/12/2016	18/01/2018
Amortización	Mensual	Mensual	Mensual	Mensual	Mensual	Mensual	Mensual

ANEXO II
HISTORIA DE CALIFICACIÓN – LOS CASTILLOS REAL ESTATE, INC. Y SUBSIDIARIAS

Instrumento	Calificación Anterior (Al 31.09.17)*	Calificación Actual (Al 31.12.17 y al 31.03.18)	Definición de Categoría Actual
Bonos Corporativos por hasta US$25.0 millones	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, E, F, G, H, I)	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.

**Informe Publicado el 11 de enero de 2018.*

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.	Sabanitas, Colón

Fuente: LOCRE / *Elaboración: Equilibrium*

ANEXO IV
ACCIONISTAS, DIRECTORIO Y PLANA GERENCIAL
LOS CASTILLOS REAL ESTATE, INC. Y SUBSIDIARIAS

Accionistas al 31.03.2018

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%**

Fuente: LOCRE / *Elaboración: Equilibrium*

Directorio al 31.03.2018

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 31.03.2018

**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.