Moody's Local PA Calificadora de Riesgo S.A.
Calle 50 y 54 Este, Bella Vista
Ciudad de Panamá, Panamá
507.214.3790 tel
507.214.3790 fax
moodyslocal.com

Panamá, 22 de junio de 2022

Señores
LATINEX
Avenida Federico Boyd, Edificio LATINEX
Bella Vista, Panamá

Referencia: Envío de Informe de calificación LOS CASTILLOS REAL ESTATE
Attn. Lcda. Anyelis Marrero

Estimados:

Con la presente, informamos a LATINEX que el Comité de Calificación de Moody's Local PA Calificadora de Riesgo S.A. se reunió 22 de junio de 2022 para tratar la Calificación de Instrumentos de LOS CASTILLOS REAL ESTATE.

Al respecto, nos permitimos anexar el citado Informe de Calificación que se explica por sí solo.

Sin más por el momento.

Saludos Cordiales,

Juan Manuel Martans
General Manager

MOODY'S LOCAL | Panamá

INFORME DE CALIFICACIÓN

Sesión de Comité:
22 de junio de 2022

Actualización

CALIFICACIÓN*

Los Castillos Real Estate, Inc. y Subsidiarias

Domicilio	Panamá
Bonos Corporativos	A.pa

(*) *La nomenclatura ".pa" refleja riesgos solo* comparables en Panamá. Para mayor detalle sobre la definición de las calificaciones e instrumentos evaluados, ver Anexo I.

CONTACTOS

Leyla Krmelj
VP - Senior Credit Officer / Rating Manager
leyla.krmelj@moodys.com

Ana Lorena Carrizo
VP Senior Analyst / Manager
ana.carrizo@moodys.com

Marcelo Gomez
Analyst
marcelo.gomez-non-empl @moodys.com

Nataly Pantigoso
Associate
nataly.pantigoso@moodys.com

SERVICIO AL CLIENTE

Panamá +507 214 3790

Los Castillos Real Estate, Inc. y Subsidiarias

Resumen

Moody's Local sube a A.pa, desde A-.pa, las calificaciones otorgadas a las distintas Series de Bonos 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 de hasta US$25.0 millones (LOCRE I), US$23.0 millones (LOCRE II) y US$70.0 millones (LOCRE III), respectivamente.

La decisión de subir las calificaciones recoge el efecto positivo en la amortización del capital de las distintas Series emitidas por el Emisor, luego de la incertidumbre que existió durante el período de la modificación de términos y condiciones (entre septiembre de 2020 a diciembre de 2021), donde las amortizaciones contractuales del Servicio de Deuda fueron reemplazadas por pagos condicionales a capital, en la medida en que existiesen fondos suficientes provenientes de los cánones de arrendamiento recibidos de su principal arrendatario Do It Center, los mismos que, durante el periodo de la modificación, pasaron de un canon fijo a uno variable sobre las ventas.

Es de señalar que, durante los 16 meses del período de modificación, los ingresos percibidos por LOCRE han sido US$2.3 millones superiores a los proyectados con los cambios, producto de las mayores ventas registradas por el originador de flujos Do It Center. El paso de un canon fijo a uno variable sobre ventas tuvo un efecto positivo en las amortizaciones de las Series de LOCRE I y LOCRE II, logrando amortizar más de lo estipulado contractualmente (US$2.4 millones superior a los estimado), por lo que dichas Series podrán ser redimidas con anterioridad a la fecha pactada. En el caso de LOCRE I, el Emisor pudo hacer una redención anticipada de US$1.2 millones en el mes de julio de 2021, lo cual les permitirá cancelarla naturalmente en agosto de 2022, 15 meses antes de su vencimiento original que era noviembre de 2023. En el caso de LOCRE III, en el que se esperaba que los abonos a capital estuviesen 28.8% por debajo del canon contractual estipulado, sólo tuvo una diferencia de 6%, por lo que el desfase entre el canon contractual y el recibido, y que pasará al final de la Serie, es inferior a una letra.

Es importante mencionar que el período de modificación culminó en diciembre de 2021 y, a partir de enero 2022, se reanudó el pago de los cánones contractuales, al igual que las cláusulas de aumento de alquiler que habían sido suspendidas. Igualmente, se consideró el cobro anticipado de los alquileres no cobrados durante los meses de abril, mayo y junio de 2020 por un total de US$3.4 millones, los cuales estaban contemplados a ser pagados por Do It Center en un plazo entre 12 a 24 meses a partir de enero de 2021; sin embargo, los mismos fueron cancelados en su totalidad en diciembre de 2021. Producto del cobro anticipado de los alquileres mencionado anteriormente, las Cuentas de Concentración de LOCRE presentaron a diciembre 2021 balances superiores a los reportados históricamente.

Por otro lado, cabe resaltar que, durante el período de modificación, LOCRE contaba con una dispensa para que la Cuenta de Reserva mantuviese únicamente los fondos requeridos para el pago de intereses del siguiente trimestre; sin embargo, el Emisor mantuvo en todo momento

en las Cuentas de Reserva los fondos necesarios para cubrir un trimestre de pago contractual de Servicio de Deuda (capital + intereses). Es de señalar que, a pesar de que los Bonistas dispensaron el cumplimiento de la cobertura de flujos de alquiler sobre el Servicio de Deuda, el Emisor cumplió con el mismo al 30 de septiembre de 2021 y al cierre fiscal 2021.

Ponderó igualmente de manera positiva en la evaluación, la disminución en la Palanca Contable (pasivo/patrimonio) y Palanca Financiera (deuda financiera total/EBITDA LTM) registrada al 31 de diciembre de 2021 por parte de Retail Sales Holding (Originador – Tiendas Do It Center) producto del efecto combinado de la disminución en sus pasivos y la mayor generación. De continuar la evolución favorable en los principales indicadores financieros de LOCRE y de la cadena de tiendas Do It Center, las calificaciones podrían subir nuevamente en las siguientes revisiones.

La calificación otorgada a las Series de Bonos Corporativos Garantizados también recoge de manera positiva la estructura de las distintas 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. Adicionalmente, las distintas Series Garantizadas cuentan con la cesión de las pólizas de seguros sobre las fincas hipotecadas, así como con una Cuenta de Reserva manejada por los Fideicomisos de Garantía BG Trust (subsidiaria de Banco General) y Global Financial Funds (subsidiaria de Global Bank), así como resguardos financieros. Las Emisiones también están garantizadas por fianzas solidarias emitidas por las subsidiarias hasta por el monto de cada Serie a favor de los Tenedores Registrados. La calificación también recoge el hecho de que los contratos de alquiler que mantiene el Emisor cuentan con una larga duración y se encuentran totalmente ocupados. A lo anterior se suma la fortaleza del grupo económico al que pertenece el Emisor, así como el expertise de la Plana Gerencial y el Directorio en el negocio inmobiliario. En adición, la calificación considera el desempeño del principal arrendatario de las subsidiarias del Emisor, la cadena de tiendas Do It Center, entidad que pertenece al mismo grupo económico. Cabe destacar que, como parte del proceso de calificación, Moody's Local revisa las cifras de Do It Center al ser esta compañía la principal originadora de los flujos de alquiler que ingresan a LOCRE.

No obstante lo anterior, a la fecha limita a LOCRE poder con una mayor calificación la elevada Palanca Financiera que todavía registra el Emisor, a pesar de la mejora exhibida al corte de análisis producto de las amortizaciones parciales de las Series emitidas por LOCRE. Adicionalmente, otro de los elementos que actúan como limitante para la calificación consiste en que las Series dentro de LOCRE III cuentan 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. Sobre esto último, cabe mencionar que los tenedores de LOCRE I no ejecutaron dicha opción y, en el caso de LOCRE III, la primera opción por parte de los tenedores de la Serie B será diciembre de 2024 y la segunda opción por parte de los tenedores de la Serie C será en febrero de 2026. Así también, se consideran los riesgos inherentes al sector en el que se desenvuelve la relacionada Do It Center, quien opera en el sector retail de mejoramiento para el hogar, el cual suele ser vulnerable a ciclos económicos desfavorables en la economía.

Moody's Local continuará monitoreando el desempeño de los principales indicadores financieros y la capacidad de pago del Emisor (LOCRE), así como del originador de los flujos (Do It Center), comunicando al mercado de forma oportuna cualquier variación en la percepción del riesgo.

Factores críticos que podrían llevar a un aumento en la calificación

- Mejora sostenida en la generación y solvencia de su arrendatario Do It Center.
- Disminución progresiva de la Palanca Financiera a nivel combinado, de modo que esto se traduzca en una mejora gradual de la Cobertura del Servicio de Deuda.
- Mayor participación de las acciones comunes dentro de la estructura patrimonial.

Factores críticos que podrían llevar a una disminución en la calificación

- Desviaciones significativas en las proyecciones remitidas por el Emisor.
- Incumplimiento de los resguardos financieros establecidos en los distintos Prospectos.
- Aumento de la Palanca Financiera del Emisor que afecte la cobertura del Servicio de Deuda.
- Ajuste en los indicadores de rentabilidad de Do It Center que afecten su liquidez y solvencia.

Limitantes encontradas durante el proceso de evaluación

- Ninguna.

Indicadores Clave

Tabla 1
LOS CASTILLOS REAL ESTATE, INC Y SUBSIDIARIAS

	Mar-22 LTM	Dic-21	Dic-20	Dic-19	Dic-18
Activos (US$/Miles)	256,303	256,825	254,531	257,192	248,411
Ingresos (US$/Miles)	14,053	13,508	13,814	13,939	13,509
EBITDA (US$/Miles)	12,908	12,389	12,551	12,967	12,306
Deuda Financiera / EBITDA	4.60	5.03	5.56	5.89	6.28
EBITDA / Gastos Financieros	3.29	3.09	2.84	2.52	2.41
FCO / Servicio de la Deuda	1.77	1.48	0.89	1.01	1.04

Fuente: LOCRE / *Elaboración: Moody's Local*

Tabla 2
GLOBAL FINANCIAL FUNDS (FIDUCIARIO)

	Jun-21	Jun-20	Jun-19	Jun-18	Jun-17
Activos (US$ Miles)	11,306.0	10,431.7	9,363.3	2,352.4	1,432.5
Utilidad Neta (US$ Miles)	449.0	846.7	574.0	933.8	508.6
ROAA	4.13%	8.55%	9.80%	48.65%	43.38%
ROAE	4.56%	8.76%	10.05%	52.94%	52.63%

Fuente: BVPA / *Elaboración: Moody's Local*

Tabla 3
BG TRUST, INC

	Dic-21	Dic-20	Dic-19	Dic-18	Dic-17
Activos (US$ Miles)	12,065	11,245	10,099	9,057	7,889
Utilidad Neta (US$ Miles)	1,513	1,505	1,426	1,231	1,148
ROAA	12.98%	14.10%	14.89%	14.53%	15.70%
ROAE	13.08%	14.25%	14.96%	14.61%	15.77%

Fuente: BVPA / Elaboración: Moody´s Local

Tabla 4
RESGUARDOS DE LA EMISIÓN*

	Límite	Mar-22	Dic-21	Dic-20	Dic-19	Dic-18
Fincas Hipotecadas / Saldo Insoluto de Capital LOCRE I	>125%	9110%	5547%	1,434%	1,032%	890%
Fincas Hipotecadas / Saldo Insoluto de Capital LOCRE II	>125%	597%	571%	498%	445%	402%
Fincas Hipotecadas / Saldo Insoluto de Capital LOCRE III	>125%	205%	201%	182%	180%	182%
Flujos Cedidos / Servicio de Deuda LOCRE I	>1.05x	1.49x	1.60x	0.78x***	1.29x	1.27x
Flujos Cedidos / Servicio de Deuda LOCRE II	>1.05x	1.17x	1.06x	1.47x	1.11x	1.23x
Flujos Cedidos / Servicio de Deuda LOCRE III	>1.05x	1.49x	1.60x	0.78x***	1.29x	1.27x
Endeudamiento LOCRE I, II y III	<3.5x	0.34x	0.36x	0.56x	0.60x	0.62x

*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 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; adicionalmente, 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.
***El 17 de julio de 2020, LOCRE publicó tres Hechos de Importancia solicitando a los tenedores de Bonos la modificación a los términos y condiciones mantenidas bajo sus tres Programas, incluyendo la dispensa del cumplimiento del resguardo de mantener una cobertura de flujos provenientes de los alquileres sobre el servicio de deuda de al menos 1.05x hasta el 31 de diciembre de 2021. Los cambios propuestos fueron aprobados por los tenedores en el mes de agosto de 2020.
Fuente: LOCRE / Elaboración: Moody´s Local

Desarrollos Recientes

El 8 de marzo de 2021, LOCRE emitió el Suplemento Nº 1 al Prospecto Informativo correspondiente a la Oferta Pública de Acciones Comunes Clase B que fueron autorizadas mediante Resolución SMV Nº 111-20 del 16 de marzo de 2020, por una cantidad de 200,000 acciones a un precio de US$100 por acción. La fecha de oferta fue el 11 de marzo de 2021 y la emisión el 15 de marzo del mismo año. Al 31 de marzo de 2022, el emisor había emitido acciones Clase B por US$18 mil.

El 1 de junio de 2021, el Emisor notificó la decisión de redimir parcial y anticipadamente los Bonos Corporativos correspondientes a la emisión LOCRE I, por un monto de US$1.2 millones a capital más los intereses acumulados. El pago se realizó el 19 de julio de 2021.

Como hecho de relevancia relacionado al Estado de Emergencia Nacional decretado por el Gobierno de Panamá por la pandemia COVID-19, se resalta que en los últimos meses del 2021 se ha dado la total reapertura de los locales comerciales, así como una recuperación económica en el país, acompañado por un creciente nivel de vacunación, resaltando que, al 27 de mayo de 2022, el 71.9% de la población contaba con el esquema completo de vacunación, por lo que no se esperan mayores restricciones de movilidad por parte del Gobierno de Panamá (de acuerdo con lo declarado por este último).

Con respecto al Decreto Ejecutivo Nº 145 promulgado el 1 de mayo de 2020, que ordenó el congelamiento de los cánones de arrendamiento, las cláusulas de incrementos y/o penalización por terminación unilateral del contrato, y las relativas a los intereses por mora restringiendo los procesos de lanzamiento y desalojo mientras dure el Estado de Emergencia Nacional y hasta dos meses posteriores al levantamiento de esta medida, cabe resaltar que, el principal arrendatario de LOCRE -que representa el 96% de los ingresos- son las tiendas Do It Center, quienes mantuvieron sus tiendas cerradas desde el 24 de marzo de 2020 -día en que el Gobierno declaró Estado de Emergencia Nacional- hasta el 1 de junio de 2020, fecha en la que se reabrió el Bloque 2 y se levantó la cuarentena total. Producto de lo anterior, LOCRE no realizó el cobro de alquileres a las tiendas Do It Center durante los meses de abril, mayo y junio de 2020, los cuales se mantuvieron como cuentas por cobrar a relacionadas. A pesar de que el cobro de los alquileres se reanudó en el mes de julio de 2020, el arrendatario Do It Center solicitó ajustes a los cánones de arrendamiento pagados a LOCRE, pasando de un canon fijo a uno variable sobre las ventas.

Producto de la propagación de la pandemia COVID-19, el Gobierno de Panamá, la Superintendencia Bancaria de Panamá (SBP) y la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) implementaron una serie de disposiciones y medidas que tuvieron como fin evitar que se rompa la cadena de pagos en la economía, así como preservar la solvencia y liquidez tanto en el sistema financiero como de los diversos sectores de le economía. Una de las medidas anunciadas al mercado correspondió al Acuerdo Nº 3-2020, el mismo que fue modificado el 21 de mayo con el Acuerdo Nº 7-2020, a través del cual se establecieron mecanismos especiales y temporales para el registro abreviado de las modificaciones de ciertos términos y condiciones de valores de oferta pública. Las disposiciones del Acuerdo Nº 7-2020 fueron aplicables a las modificaciones de los términos y condiciones de oferta pública de valores registrados en la SMV de aquellos emisores que tenían obligaciones de pago que desembolsar frente a los inversionistas, o que mantenían condiciones y/o razones financieras que cumplir desde el 20 de marzo hasta el 31 de diciembre de 2020. Posteriormente, mediante el Acuerdo Nº 2-2021, la SMV extendió hasta el 30 de septiembre de 2021 la vigencia de las medidas especiales y temporales adoptadas mediante el Acuerdo Nº 7-2020. En línea con lo anterior, LOCRE propuso cambios en los términos y condiciones de todas las Series emitidas bajo los tres Programas de Bonos Garantizados calificados, acogiéndose a lo establecido en el Acuerdo Nº 7-2020. Para ello, el 20 de julio de 2020, emitió tres Hechos de Importancia a través de los cuales puso de conocimiento a los tenedores de los Bonos la solicitud de modificaciones en los términos y condiciones de la Serie A emitida bajo el Programa de Bonos Corporativos Garantizados de hasta US$25.0 millones, a las Series A y B emitidas bajo el Programa de Bonos Corporativos Garantizados de hasta US$23.0 millones, a las Series Senior B, C, D, E y F, y la Serie A Subordinada emitidas bajo el Programa de Bonos Corporativos de hasta US$70.0 millones, los mismos que incluyeron:

(i) Realizar pagos condicionales de capital de las cuotas correspondientes hasta el 31 de diciembre de 2021, en la medida que existan fondos suficientes provenientes de los cánones de arrendamiento luego de restar el monto mínimo (US$102.0 mil para las Series emitidas bajo el Programa de US$25.0 millones, US$78.0 mil para la Serie emitida bajo el Programa de US$23.0 millones y US$230.0 mil para las Series emitidas bajo el Programa de US$70.0 millones); la diferencia que resulte entre los pagos a realizar cada mes y el cronograma establecido en los respectivos suplementos se pagará en el último pago a capital correspondiente al vencimiento de cada una de las Series.

(ii) Dispensar el cumplimiento del resguardo de mantener una cobertura de flujos provenientes de los alquileres sobre el Servicio de Deuda de al menos 1.05x durante el período de pagos condicionales.

(iii) Modificar los términos del balance requerido de la Cuenta de Reserva durante el período de pagos condicionales para que cubra únicamente tres meses de pago de intereses de los Bonos, en lugar del servicio de deuda (capital + intereses).

(iv) Dispensar del cumplimiento de la cláusula de aumentos anuales a los contratos de arrendamiento cedidos al Fideicomiso de Garantía y permitir la modificación de los montos de los cánones y penalidades durante el período de pagos condicionales.
(v) En el caso de la Serie Subordinada, suspender el pago de intereses hasta el 31 de diciembre de 2021, los cuales se acumularán y serán registrados en una Cuenta por Pagar a favor de los tenedores registrados, los cuales, luego de la terminación del periodo de pagos condicionales, podrán ser pagados en especie, mediante la colocación de Bonos Subordinados.

Resulta importante señalar que las modificaciones solicitadas a las Series emitidas bajo los tres Programas de Bonos fueron aprobadas mediante Resoluciones Nº 365-20 del 17 de agosto de 2020, Nº 379-20 del 31 de agosto de 2020 y Nº 380-20 del 31 de agosto de 2020, respectivamente.

Cabe indicar que el período de modificación culminó el 31 de diciembre de 2021 y, a partir del 1 de enero de 2022, LOCRE reanudó el cobro de los alquileres y el pago contractuales del Servicio de Deuda de las emisiones LOCRE I, LOCRE II y LOCRE III. Es de señalar que, tanto los ingresos por alquiler, como los pagos condicionales al Servicio de Deuda, fueron mayores a los estimados por el Emisor; asimismo, el balance de la Cuenta de Reserva se mantuvo sin cambios, con fondos suficientes para cubrir un trimestre de capital + intereses contractuales, a pesar de la dispensa otorgada para que únicamente cubra intereses; y que, al 30 de septiembre y 31 de diciembre de 2021, las tres emisiones de LOCRE cumplieron con el resguardo de cobertura del Servicio de Deuda, pese a la dispensa otorgada hasta el 31 de diciembre de 2021.

Generalidades

Descripción de la 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). 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: i) primera hipoteca y anticresis sobre aquellas fincas de propiedad de las subsidiarias del Emisor (las propiedades y Fideicomitentes garantes varían dependiendo de cada Emisión), ii) cesión irrevocable e incondicional de la totalidad de los flujos provenientes de los contratos de arrendamiento, los mismos que han sido cedidos en su totalidad a favor del Fiduciario a través de un contrato de cesión de cánones de arrendamiento, iii) el saldo depositado en las Cuentas de Concentración y Cuentas de Reserva de los distintos fideicomisos y iv) 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. Para mayor detalle sobre la estructura revisar el Anexo III del presente informe.

Entidades Participantes

El Emisor – Los Castillos Real Estate, Inc y Subsidiarias
Los Castillos Real Estate, Inc. y Subsidiarias es una sociedad de inversión inmobiliaria simple y cerrada registrada ante la Superintendencia del Mercado de Valores mediante la Resolución Nº SMV-111-2020 del 16 de marzo de 2020. Anteriormente, LOCRE fungía como 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 a través de sus subsidiarias; 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 estas a nivel de Registro Público. La relación de propiedades y las subsidiarias respectivas se presentan en el Anexo IV del presente informe. Cabe señalar que todas las sociedades listadas en el Anexo IV, 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. Para financiar la adquisición y desarrollo de dichas propiedades de inversión, LOCRE mantiene inscritos tres Programas de Bonos Corporativos por montos máximos de US$25.0 millones, US$23.0 millones y US$70.0 millones, respectivamente.

Los Fiduciarios – Global Financial Funds y BG Trust, Inc

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. En su calidad de Fiduciarios, dichas empresas se encargan de gestionar los bienes cedidos por el Emisor, además de ejercer el debido monitoreo acerca del valor de estos, a fin de validar el cumplimiento de las cláusulas pertinentes.

El Originador – Retail Sales Holding (antes Ace International Hardware, Corp y Afiliadas)

Retail Sales Holding (anteriormente, 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, Moody´s Local realizó una revisión de las cifras financieras de Retail Sales Holding 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. Sobre esto último, resulta relevante señalar que, de acuerdo a lo manifestado en la sección Desarrollos Recientes del presente informe, considerando la pandemia en curso, la generación del 2020 fue afectada producto del cierre temporal de sus tiendas desde la declaratoria de Estado de Emergencia anunciado el 24 de marzo de 2020 para contener la rápida propagación de la pandemia COVID-19 en el país, hasta el 1 de junio de 2020, día en el cual el Ministerio de Salud permitió la reapertura del Bloque 2, en el cual se encuentran los comercios que se dedican a la venta de materiales de construcción y ferretería y en los cuales se desempeñan las tiendas Do It Center.

Análisis financiero de Los Castillos Real Estate, Inc y Subsidiarias

En base a los acuerdos de confidencialidad firmados entre LOCRE y Moody´s Local, a lo largo del presente informe no se presentarán cifras correspondientes a Retail Sales Holding, sino que el análisis se centrará en las cifras del Emisor.

Activos y Liquidez

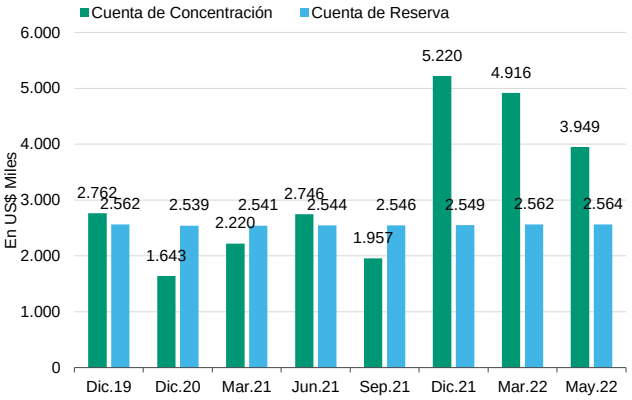
INDICADORES DE LIQUIDEZ SE MANTIENEN EN NIVELES ADECUADOS

Al 31 de diciembre de 2021, los activos de LOCRE ascendieron a US$256.3 millones, registrando un aumento interanual de 0.90%, sustentado en un crecimiento de 85.77% en el saldo registrado en las Cuentas de Concentración, producto del cobro anticipado de los alquileres no cobrados durante los meses de abril, mayo y junio 2020 (los alquileres cobrados ingresan directamente a las Cuentas de Concentración de los tres Fideicomisos que mantiene el Emisor, por lo que el menor cobro de alquileres implicó una disminución en los saldos durante el 2020), aunado al mayor valor de las propiedades de inversión (+0.77%), debido a la actualización de avalúos al cierre de gestión y la adquisición de un terreno de 800 m^2 en San Vicente de Chilibre. Lo anterior fue parcialmente contrarrestado por la cancelación de cuentas por cobrar a compañías relacionadas por US$3.4 millones, las cuales constituían el saldo pendiente de cobro de alquileres a las tiendas Do It Center durante los meses de abril, mayo y junio del 2020, saldo que fue cancelado anticipadamente en el mes de diciembre de 2021.

Las propiedades de inversión se mantienen como el principal activo del Emisor representando el 96.16% de los activos totales. 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. Dicho ajuste permite estimar el respaldo de las garantías asociadas a los Fideicomisos de cada Emisión. A la fecha de análisis, las subsidiarias de LOCRE cuentan con 26 propiedades de inversión, las mismas que son registradas inicialmente a su costo de adquisición o de construcción, para luego ser ajustadas a valor de mercado. Al 31 de diciembre de 2021, se observa el registro de US$1.9 millones en activos por derecho de uso producto de la adopción de la NIIF 16, correspondiente a los contratos de alquiler de los terrenos de Zona Libre de Colón. Al 31 de marzo de 2022 los activos de LOCRE disminuyen 0.20% con respecto a diciembre de 2021 como resultado de menores saldos mantenidos en efectivo y en las Cuentas de Concentración.

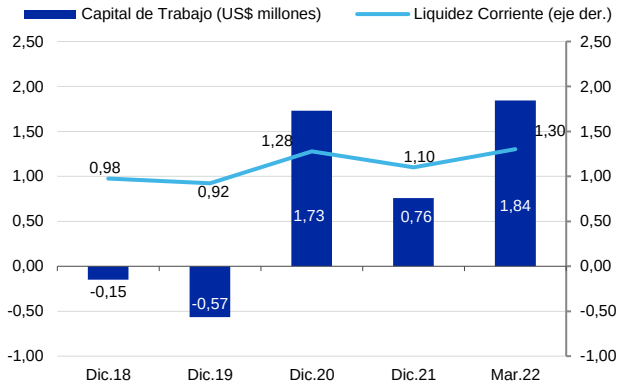
Con referencia a los indicadores de liquidez, tanto el índice de liquidez corriente como el capital de trabajo de LOCRE disminuyen a diciembre 2021, producto de un mayor aumento los pasivos corrientes (intereses acumulados de Bonos subordinados por pagar) que en los activos corrientes. Al 31 de marzo de 2022 ambos indicadores aumentan con respecto a diciembre 2021, producto del pago de los intereses de los Bonos Subordinados.

Gráfico 1
Saldo de las Cuentas del Fideicomiso – US$ Miles



Fuente: LOCRE / Elaboración: Moody´s Local

Gráfico 2
Indicadores de Liquidez



Fuente: LOCRE / Elaboración: Moody´s Local

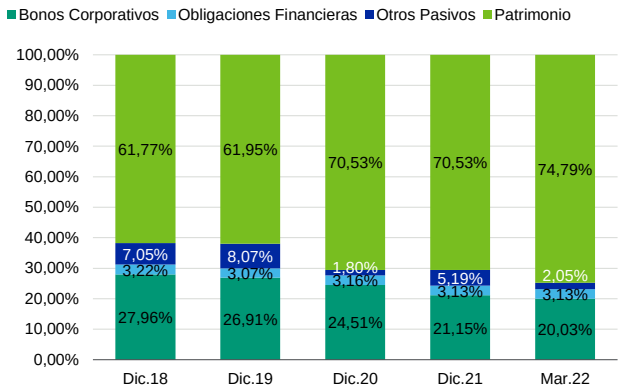
Estructura Financiera y Solvencia

SE MANTIENE LA TENDENCIA DE MEJORA EN LOS INDICADORES DE APALANCAMIENTO PRODUCTO DE DISMINUCION EN PASIVOS Y AUMENTO EN PATRIMONIO.

Al cierre fiscal 2021, los pasivos de LOCRE registraron una reducción interanual de 9.89% como consecuencia de la amortización parcial anticipada por US$1.2 millones de la emisión LOCRE I y la amortización de las distintas Series de Bonos Corporativos Garantizadas. Cabe resaltar que, pese a la modificación en los pagos del Servicio de Deuda solicitados durante el período de septiembre de 2020 hasta diciembre de 2021, pasando de un cronograma de amortización contractual a pagos a capital condicionales en la medida que existan fondos suficientes provenientes de los cánones de arrendamiento, las amortizaciones de las Series bajos los Programas LOCRE I y LOCRE II fueron superiores al canon contractual, y las amortizaciones bajo LOCRE III alcanzaron el 94% del pago contractual. Por otro lado, es de señalar que, durante el período de modificación de los términos y condiciones de los Bonos Garantizados, LOCRE suspendió el pago de intereses sobre la deuda subordinada, lo cual trajo como consecuencia un incremento de 24.34% en los pasivos corrientes al cierre del ejercicio fiscal 2021, atribuido a los intereses por pagar correspondientes a los Bonos Subordinados.

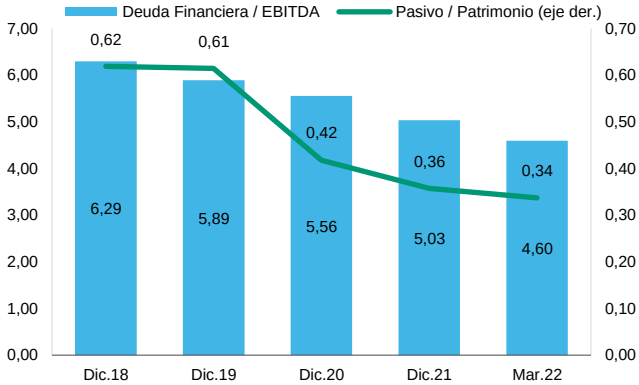
Por otro lado, el patrimonio del Emisor reportó un incremento de 5.41%, producto del efecto combinado de la retención de utilidades y la emisión de acciones comunes Clase B. El efecto combinado de la disminución en pasivos y el aumento en patrimonio, trajo una mejora en la Palanca Contable (pasivo/patrimonio), ubicándose en 0.36x, desde 0.42x a diciembre de 2020, manteniéndose por debajo del resguardo exigido en las Series de Bonos emitidas (máximo 3.5x), mientras que la Palanca Financiera, si bien disminuye a 5.03x, todavía se sitúa en niveles altos. Al 31 de marzo de 2022, los pasivos de LOCRE disminuyen 4.39% con respecto al cierre del ejercicio fiscal 2021, producto del pago de los intereses pendientes sobre los Bonos Subordinados (US$1.0 millón) realizado en el mes de enero de 2022. La disminución de pasivos, aunada a la retención de las utilidades del período trajo como resultado una mejora en la palanca contable y financiera (0.34x y 4.60x respectivamente).

Gráfico 3
Evolución de la Estructura de Fondeo



Fuente: LOCRE / Elaboración: Moody´s Local

Gráfico 4
Indicadores de Apalancamiento



Fuente: LOCRE / Elaboración: Moody´s Local

Rentabilidad y Eficiencia

MEJORA EN UTILIDADES E INDICADORES DE RENTABILIDAD A MARZO 2022 PRODUCTO DE MAYORES RENTAS LUEGO DE CULMINADO EL PERIÓDO DE CAMBIO DEL CANON DE ALQUILER DE UNA BASE FIJA A UNA VARIABLE EN FUNCIÓN DEL VOLÚMEN DE VENTAS Y LA REANUDACIÓN DE LAS CLÁUSULAS DE AUMENTOS.

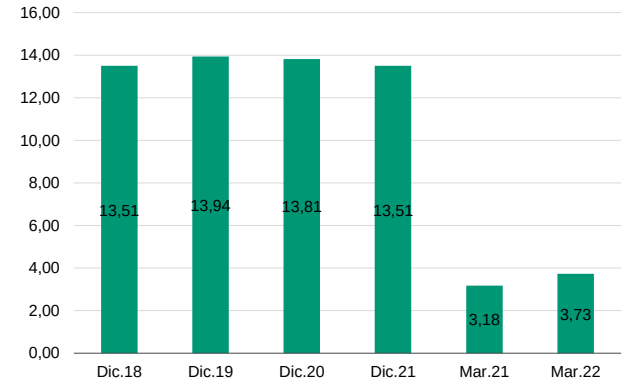
Al 31 de diciembre del 2021, los ingresos por alquileres de LOCRE ascendieron a US$13.5 millones, registrando una disminución interanual de 2.22%, a raíz de los ajustes realizados a los cánones de arrendamiento pagados por las tiendas Do It Center, pasando de un canon fijo a una base variable calculada sobre las ventas. Los ingresos generados provienen de los contratos de renta de los bienes inmuebles, los cuales pertenecen a las subsidiarias del Emisor y se encuentran hipotecados a los distintos Fideicomisos que garantizan las Series de Bonos Corporativos emitidas.

A pesar de la disminución en ingresos de alquiler, el margen operativo de LOCRE permaneció sin cambios en 90.82%, producto de una disminución de 5.91% en los honorarios profesionales. Por otro lado, se registra un aumento en el valor razonable de las propiedades de inversión por US$ 1.7 millones debido a la actualización de los avalúos de los inmuebles a valor comercial (pérdida de US$3.7 millones a diciembre 2020). En lo que respecta a los gastos financieros estos registran una disminución interanual de 10.15% como consecuencia de la amortización de los Bonos. Lo anterior trajo como resultado un aumento de 125.58% en la utilidad antes de impuestos a US$10.0 millones, desde US$4.4 millones a diciembre de 2020. La utilidad neta reportada al cierre fiscal 2021 es de US$9.5 millones, inferior en 53.55% a la reportada a diciembre de 2020. Cabe mencionar que, en el cuarto trimestre de 2020, LOCRE registró una reversión de US$15.9 millones de la reserva del impuesto sobre la renta diferido, producto del cambio de razón social a Sociedad de Inversión Inmobiliaria, la cual exonera el pago de impuesto sobre la renta, siempre y cuando cumplan con ciertos criterios, los cuales incluyen, entre otros, el pago de dividendos por un mínimo del 90% de las utilidades. Producto de este evento extraordinario, LOCRE registró una utilidad de US$20.4 millones en 2020 y un margen neto por encima del 100%.

Al 31 de marzo de 2022, LOCRE reporta un aumento interanual de 33.25% en su resultado neto, producto de un incremento en los ingresos por alquiler (+17.13%), atribuido a la reanudación del cobro de los alquileres contractuales a Do It Center y las correspondientes cláusulas de aumento en los cánones de arrendamiento, las cuales habían sido suspendidas durante el período de julio 2020 a diciembre de 2021. El aumento en alquiler trajo como resultado una mejora en el margen operativo a 91.18% desde 90.82% a diciembre de 2020, así como en el retorno promedio de los activos (ROAA) a 3.94% desde 3.70% y del patrimonio (ROAE) a 5.40% desde 5.13%.

Gráfico 5

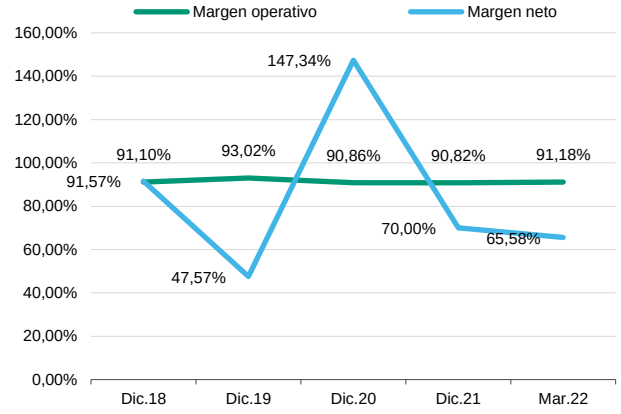
Evolución Histórica de los Ingresos por Rentas (US$ Millones)



Fuente: LOCRE / Elaboración: Moody´s Local

Gráfico 6

Evolución de los Márgenes



Fuente: LOCRE / Elaboración: Moody´s Local

Generación y Capacidad de Pago

MEJORA EN ÍNDICES DE COBERTURA PRODUCTO DE AMORTIZACIÓN DE BONOS CORPORATIVOS Y MAYOR GENERACIÓN.

Al cierre fiscal culminado el 31 de diciembre 2021, el EBITDA de LOCRE registró una disminución interanual de 2.24%, situándose en US$12.4 millones, sustentado en la disminución de los ingresos por alquiler mencionados con anterioridad. Al analizar el Flujo de Caja Operativo, el mismo se situó en US$13.0 millones, superior en 171.62% el reportado al cierre fiscal 2020, como resultado de las mayores utilidades antes de impuestos y el cobro de los alquileres pendientes de su relacionada Do It Center durante los meses de abril, mayo y junio de 2020. El aumento del FCO rajo como resultado un aumento en la cobertura tanto de los gastos financieros como del Servicio

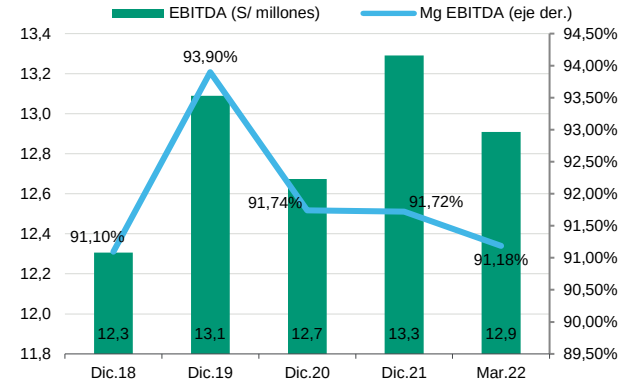
de Deuda. No obstante, producto del ajuste del EBITDA y el aumento del Servicio de Deuda asociado a intereses por pagar de los Bonos Subordinados, la cobertura sobre el Servicio de Deuda disminuyó a 1.08x desde 1.23x.

Al 31 de marzo de 2022 tanto el EBITDA LTM como el FCO LTM aumentan con respecto a diciembre de 2021, producto de los mayores ingresos por alquiler. En consecuencia, los indicadores de cobertura tanto de gastos financieros como de servicio de deuda mejoran con respecto al cierre de 2021, mostrando niveles holgados.

LOCRE mantiene como principal reto el 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 que debe cumplir es el de mantener una Cobertura del Servicio de Deuda mínima de 1.05x. Cabe resaltar que, producto de las modificaciones solicitadas para disminuir los alquileres cobrados a Do It Center, el Emisor solicitó una excepción para el cumplimiento de dicho resguardo hasta diciembre 2021, la cual fue aprobada por la mayoría de los tenedores de los Bonos. A pesar de la dispensa obtenida, LOCRE cumplió con dicho resguardo, tanto al 30 de septiembre, como al 31 de diciembre de 2021, y se encuentra en cumplimiento al 31 de marzo de 2022.

Gráfico 7

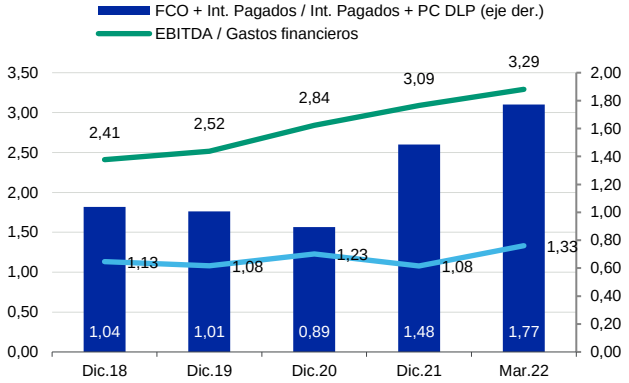
Evolución del EBITDA y Margen EBITDA



Fuente: LOCRE / Elaboración: Moody´s Local

Gráfico 8

Evolución de los Indicadores de Cobertura (veces)



Fuente: LOCRE / Elaboración: Moody´s Local

LOS CASTILLOS REAL ESTATE, INC Y SUBSIDIARIAS

Principales Partidas del Estado de Situación Financiera

(Miles de Dólares)	Mar-22	Dic-21	Mar-21	Dic-20	Dic-19	Dic-18
TOTAL ACTIVO	**256,303**	**256,825**	**254,947**	**254,531**	**257,192**	**248,411**
Efectivo y Depósitos en Bancos	272	444	300	92	1,248	1,739
Depósitos en Fideicomiso	7,477	7,769	4,761	4,182	5,324	3,750
Activo Corriente	**7,936**	**8,457**	**8,338**	**7,922**	**6,789**	**5,943**
Propiedades de Inversión	246,453	246,453	244,573	244,573	248,246	240,202
Activos por derecho de uso	1,875	1,875	1,997	1,997	2,119	0
Adelanto a compra de activo	0	0	0	0	0	2,209
Activo No Corriente	248,367	248,367	**246,609**	**246,609**	**250,403**	**242,468**
TOTAL PASIVO	**64,614**	**67,580**	**73,497**	**75,000**	**97,871**	**94,969**
Préstamos Bancarios	0	0	0	0	0	0
Porción Corriente Bonos Corporativos	5,770	7,488	5,884	5,845	6,926	5,783
Pasivo Corriente	**6,093**	**7,698**	**6,186**	**6,191**	**7,356**	**6,092**
Porción No Corriente de Bonos Corporativos	45,562	46,832	54,800	56,531	62,279	63,678
Bonos Subordinados	8,031	8,031	8,031	8,031	7,900	7,989
Impuesto sobre la renta diferido	2,679	2,479	2,100	1,897	17,918	17,211
Pasivo No Corriente	**58,521**	**59,882**	**67,311**	**68,809**	**90,515**	**88,877**
TOTAL PATRIMONIO NETO	**191,689**	**189,245**	**181,449**	**179,531**	**159,322**	**153,442**
Capital Social	3,561	3,561	3,387	3,245	3,245	3,245
Resultados Acumulados	186,632	177,176	177,176	156,879	150,248	150,877

Principales Partidas del Estado de Resultados

(Miles de Dólares)	Mar-22	Dic-21	Mar-21	Dic-20	Dic-19	Dic-18
Ingresos	3,727	13,508	3,182	13,814	13,939	13,509
Costos Operativos	0	0	0	0	0	0
Resultado Bruto	**3,727**	**13,508**	**3,182**	**13,814**	**13,939**	**13,509**
Gastos de Ventas, Generales y Administrativos	(334)	(1,276)	(306)	(1,296)	(1,037)	(1,259)
Utilidad Operativa	**3,399**	**12,267**	**2,879**	**12,551**	**12,967**	**12,306**
Cambio en el valor razonable de las propiedades de inversión	0	1,706	0	(3,672)	882	7,728
Gastos Financieros	(754)	(4,009)	(842)	(4,462)	(5,203)	(5,106)
Utilidad Antes del Impuesto a la Renta	**2,645**	**9,964**	**2,038**	**4,417**	**8,646**	**14,928**
Impuesto a la Renta, Neto	(200)	(508)	(203)	15,938	(2,015)	(2,559)
Utilidad Neta	**2,444**	**9,456**	**1,834**	**20,355**	**6,631**	**12,369**

LOS CASTILLOS REAL ESTATE, INC Y SUBSIDIARIAS

INDICADORES FINANCIEROS	Mar-22	Dic-21	Mar-21	Dic-20	Dic-19	Dic-18
SOLVENCIA						
Pasivo / Patrimonio	0.34x	0.36x	0.41x	0.42x	0.61x	0.62x
Deuda Financiera / Pasivo	0.92x	0.92x	0.93x	0.94x	0.79x	0.82x
Deuda Financiera / Patrimonio	0.31x	0.33x	0.38x	0.39x	0.48x	0.50x
Pasivo / Activo	0.25x	0.26x	0.29x	0.29x	0.38x	0.38x
Pasivo Corriente / Pasivo Total	0.09x	0.11x	0.08x	0.08x	0.08x	0.06x
Pasivo No Corriente / Pasivo Total	0.91x	0.89x	0.92x	0.92x	0.92x	0.94x
Deuda Financiera / EBITDA (LTM)	4.60x	5.03x	5.62x	5.56x	5.89x	6.29x
LIQUIDEZ						
Liquidez Corriente (Activo Corriente / Pasivo Corriente)	1.30x	1.10x	1.35x	1.28x	0.92x	0.98x
Prueba Ácida[1]	1.29x	1.08x	1.29x	1.26x	0.90x	0.92x
Liquidez Absoluta (Efectivo / Pasivo Corriente)	0.04x	0.06x	0.05x	0.01x	0.03x	0.12x
Capital de Trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente) (US$ Miles)	1,842.64	758.94	2,151.72	1,730.60	-566.49	-149.41
GESTIÓN						
Gastos Operativos / Ingresos	-10.56%	-11.24%	-11.19%	-11.13%	-9.12%	-11.03%
Gastos Financieros / Ingresos	-20.23%	-29.68%	-26.45%	-32.30%	-37.32%	-37.80%
RENTABILIDAD						
Margen Bruto	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
Margen Operativo	91.18%	90.82%	90.49%	90.86%	93.02%	91.10%
Margen Neto	65.58%	70.00%	57.65%	147.34%	47.57%	91.57%
ROAA (LTM)	3.94%	3.70%	7.72%	7.96%	2.62%	5.08%
ROAE (LTM)	5.40%	5.13%	11.53%	12.01%	4.24%	8.37%
GENERACIÓN						
FCO (US$ Miles)	2,569	12,981	2,437	4,779	7,014	6,207
FCO anualizado (US$ Miles)	13,112	12,981	5,017	4,779	7,014	6,207
EBITDA (US$ Miles)	3,399	12,389	2,879	12,673	13,089	12,306
EBITDA LTM (US$ Miles)	12,908	12,389	12,161	12,673	13,089	12,306
Margen EBITDA	91.18%	91.72%	90.49%	91.74%	93.90%	91.10%
COBERTURAS						
EBITDA / Gastos Financieros (LTM)	3.29x	3.09x	2.81x	2.84x	2.52x	2.41x
EBITDA / Servicio de Deuda (LTM)	1.33x	1.08x	1.19x	1.23x	1.08x	1.13x
FCO + Int. Pagados / Int. Pagados (LTM)	4.49x	4.38x	2.21x	2.11x	2.43x	2.26x
FCO + Int. Pagados / PC. Deuda LP + Int. Pagados (LTM)	1.77x	1.48x	0.91x	0.89x	1.01x	1.04x

[1]Prueba Ácida = (Activo Corriente - Inventarios - Gastos Pagados por Anticipado) / Pasivo Corriente

Anexo I

Historia de Calificación

Los Castillos Real Estate, Inc y Subsidiarias

Instrumento	Calificación Anterior[1] (al 30.09.21)	Calificación Actual (al 31.12.21 y al 31.03.22)	Definición de la Categoría Actual
Bonos Corporativos por hasta US$25.0 millones **Serie A** (hasta por US$25.0 millones)	A-.pa	(modificada) 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** (hasta por US$23.0 millones)	A-.pa	(modificada) 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$70.0 millones **Series B, C, D, E y F** (hasta por US$50.9 millones)	A-.pa	(modificada) 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 7 de febrero de 2022.

Anexo II

Detalle del Instrumento Calificado

Programa Rotativo de Bonos Corporativos hasta por US$25.0 millones

	Serie A
Monto Colocado:	US$25.0 millones
Saldo en Circulación (31.03.22):	US$877.03 mil
Fecha de Colocación:	17 de noviembre de 2008
Plazo:	15 años
Tasa:	LIBOR 3M +2.25%, min. 5.0%
Bienes Cedidos en Garantía	Primera Hipoteca y Anticresis sobre Fincas Cesión de Pólizas de Seguros sobre los bienes hipotecados Cesión de flujos provenientes de Contrato de Arrendamiento Cuenta Reserva
Resguardos	Valor de Bienes Hipotecados / Saldo en Circulación > 125% Flujos / Servicio de Deuda >1.05x Endeudamiento <3.50x

Fuente: LOCRE / Elaboración: Moody´s Local

Programa Rotativo 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 (31.03.22):	US$4.03 millones	US$5.56 millones
Fecha de Colocación:	22 de diciembre de 2011	21 de diciembre de 2012
Plazo:	15 años	15 años
Tasa:	LIBOR 3M +3.0%, min. 4.25%	LIBOR 3M +3.0%, min. 4.25%
Bienes Cedidos en Garantía:	Primera Hipoteca y Anticresis sobre Fincas Cesión de Pólizas de Seguros sobre los bienes hipotecados Cesión de flujos provenientes de Contrato de Arrendamiento Cuenta Reserva	
Resguardos:	Valor de Bienes Hipotecados / Saldo en Circulación > 125% Flujos / Servicio de Deuda >1.05x Endeudamiento <3.50x	

Fuente: LOCRE / Elaboración: Moody´s Local

Programa Rotativo de Bonos Corporativos hasta por US$70.0 millones

	Serie B	Serie C	Serie D	Serie E	Serie F
Monto Colocado:	US$16.92 millones	US$6.62 millones	US$12.38 millones	US$15.0 millones	US$5.2 millones
Saldo en Circulación (31.03.22):	US$10.77 millones	US$4.68 millones	US$9.34 millones	US$12.19 millones	US$4.65 millones
Fecha de Colocación	26 de diciembre de 2014	15 de febrero de 2016	15 de diciembre de 2016	22 de enero de 2018	30 de septiembre de 2019
Plazo:	15 años	15 años	15 años	15 años	15 años
Tasa:	L3M +3.5%, min 4.75%	L3M +3.5%, min 5.0%	L3M +3.75%, min 5.5%	L3M +3.5%, min 5.0%	L3M +3.25%, min 5.0%
Bienes Cedidos en Garantía	Primera Hipoteca y Anticresis sobre Fincas Cesión de Pólizas de Seguros sobre los bienes hipotecados Cesión de flujos provenientes de Contrato de Arrendamiento Cuenta Reserva				
Resguardos	Valor de Bienes Hipotecados / Saldo en Circulación > 125% Flujos / Servicio de Deuda >1.05x Endeudamiento <3.50x				

Fuente: LOCRE / Elaboración: Moody´s Local

Anexo III

Detalle de la Estructura

Riesgos de la Estructura

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

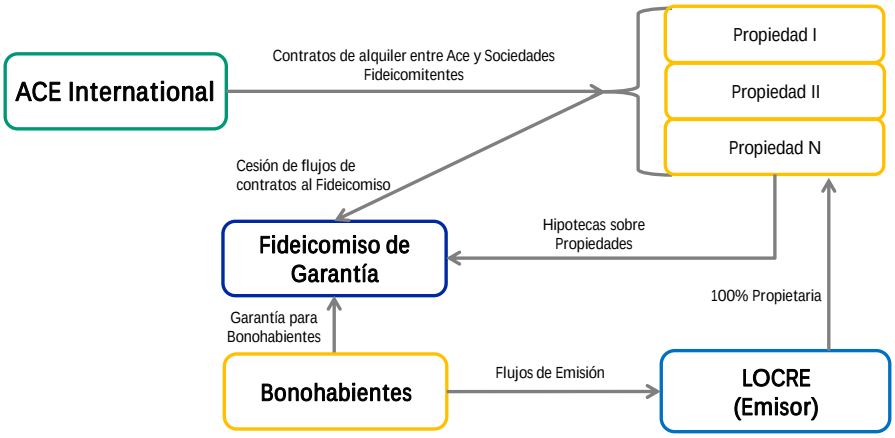
Los bienes otorgados en garantía podrían sufrir una disminución en su valor de mercado, por lo cual el valor de venta en caso de ejecución de las garantías podría ser inferior al monto de las obligaciones de pago relacionadas a la Emisión.

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.

Administración de los Flujos

Las cuentas administradas por los Fideicomisos de Garantía que amparan las distintas Series de Bonos son la Cuenta de Concentración y la 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. Por su lado, 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 establecidos en los Prospectos.



Fuente: LOCRE / Elaboración: Moody´s Local

Anexo IV

Propiedades

Detalle de Propiedades al 31 de marzo de 2022

	EBITDA Mar.22 (US$ Miles)	Valor del Activo (US$ Millones)
Tienda 12 de Octubre	391.8	5.4
Tienda Los Andes	358.9	5.6
Tienda Villa Lucre	425.8	8.9
Tienda Chiriquí	417.4	9.2
Tienda Veraguas	241.4	5.6
Tienda Corp. Los Castillos	850.3	21.7
Tienda Albrook	574.8	19.8
Bodega France Field	172.1	1.5
Bodega Zona Libre	125.0	2.2
Bodega Inv Euro	524.2	11.5
Tienda Herrera	334.6	5.1
Tienda Juan Diaz	577.8	12.8
Tienda Mañanitas	391.7	8.2
Tienda Altos de Panamá	456.4	10.3
Tienda West Mall	480.5	11.0
Bodega Chilibre (1 y 2)	1,409.6	27.3
Tienda Coronado	624.9	8.3
Tienda Brisas	567.8	9.1
Tienda Santiago	523.9	9.1
Tienda La Doña	554.3	8.6
Tienda Vista Alegre	4.7	0.2
Tienda Chorrera	645.7	12.5
Tienda Penonomé	463.0	8.0
Tienda Aguadulce	372.7	5.6
Tienda Villa Zaita	571.4	10.7
Tienda Sabanitas	519.3	8.5

Fuente: LOCRE / Elaboración: Moody´s Local

Declaración de Importancia

La calificación de riesgo del valor constituye únicamente una opinión profesional sobre la calidad crediticia del valor y/o de su emisor respecto al pago de la obligación representada por dicho valor. La calificación otorgada o emitida no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener el valor y puede estar sujeta a actualización en cualquier momento. Asimismo, la presente Calificación de riesgo es independiente y no ha sido influenciada por otras actividades de la calificadora. En la página web de Moody´s Local http://www.moodyslocal.com se pueden consultar adicionalmente documentos como el Código de Conducta, las metodologías de calificación aplicadas por Moody´s Local, las categorías de calificación de Panamá y las calificaciones vigentes. Adicionalmente, la opinión contenida en el informe resulta de la aplicación rigurosa de la Metodología de Calificación de Emisores Corporativos, Bonos y Acciones Preferenciales vigente. La información utilizada en este informe comprende los Estados Financieros Auditados al 31 de diciembre de 2018, 2019, 2020 y 2021 y los Estados Financieros Interinos al 31 de marzo de 2022 y 2021 de Los Castillos Real Estate, Inc y Subsidiarias, así como los suplementos de todas las Series calificadas. De igual forma, se utilizaron los estados financieros auditados al 31 de diciembre de 2018, 2019, 2020 y 2021 de Retail Sales Holding Corp. & Subsidiarias. Moody's Local 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.

© 2022 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. y/o sus licenciadores y filiales (conjuntamente "MOODY'S"). Todos los derechos reservados.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR MOODY'S INVESTORS SERVICE, INC. Y SUS FILIALES ("MIS") CONSTITUYEN LAS OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES, PUDIENDO LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S INCLUIR OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S RESPECTO DEL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES. MOODY'S DEFINE EL RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DERIVADO DE LA IMPOSIBILIDAD POR PARTE DE UNA ENTIDAD DE CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES A SU VENCIMIENTO Y LAS PÉRDIDAS ECONÓMICAS ESTIMADAS EN CASO DE INCUMPLIMIENTO O INCAPACIDAD. CONSULTE LOS SIMBOLOS DE CALIFICACIÓN Y DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN DE MOODY'S PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES ENUNCIADAS POR LAS CALIFICACIONES DE MOODY'S. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO HACEN REFERENCIA A NINGÚN OTRO RIESGO, INCLUIDOS A MODO ENUNCIATIVO PERO NO LIMITATIVO: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO RELATIVO AL VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y LAS OPINIONES DE MOODY'S INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S PODRÁN INCLUIR ASIMISMO PREVISIONES BASADAS EN UN MODELO CUANTITATIVO DE RIESGO CREDITICIO Y OPINIONES O COMENTARIOS RELACIONADOS PUBLICADOS POR MOODY'S ANALYTICS, INC. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE MOODY'S NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORAMIENTO FINANCIERO O DE INVERSIÓN, NI SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA LA COMPRA, VENTA O MANTENIMIENTO DE VALORES CONCRETOS. TAMPOCO CONSTITUYEN COMENTARIO ALGUNO SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSOR CONCRETO. MOODY'S EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICA SUS INFORMES EN LA CONFIANZA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSOR LLEVARÁ A CABO, CON LA DEBIDA DILIGENCIA, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DEL INSTRUMENTO QUE ESTÉ CONSIDERANDO COMPRAR, CONSERVAR O VENDER.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S Y LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR INVERSORES MINORISTAS Y SERÍA IRRESPONSABLE E INAPROPIADO POR PARTE DE LOS INVERSORES MINORISTAS TENER EN CUENTA LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S O LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S AL TOMAR CUALQUIER DECISIÓN EN MATERIA DE INVERSIÓN. EN CASO DE DUDA, DEBERÍA PONERSE EN CONTACTO CON SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.
TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO ESTÁ PROTEGIDA POR LEY, INCLUIDA A MODO DE EJEMPLO LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (COPYRIGHT) NO PUDIENDO PARTE ALGUNA DE DICHA INFORMACIÓN SER COPIADA O EN MODO ALGUNO REPRODUCIDA, RECOPILADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIDA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHOS FINES, EN TODO O EN PARTE, EN FORMATO, MANERA O MEDIO ALGUNO POR NINGUNA PERSONA SIN EL PREVIO CONSENTIMIENTO ESCRITO DE MOODY'S.
LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S Y LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR PERSONA ALGUNA COMO PARÁMETRO, SEGÚN SE DEFINE DICHO TÉRMINO A EFECTOS REGULATORIOS, Y NO DEBERÁN UTILIZARSE EN MODO ALGUNO QUE PUDIERA DAR LUGAR A CONSIDERARLAS COMO UN PARÁMETRO.

Toda la información incluida en el presente documento ha sido obtenida por MOODY'S a partir de fuentes que estima correctas y fiables. No obstante, debido a la posibilidad de error humano o mecánico, así como de otros factores, toda la información aquí contenida se proporciona "TAL Y COMO ESTÁ", sin garantía de ningún tipo.

MOODY'S adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al asignar una calificación crediticia sea de suficiente calidad y de fuentes que Moody's considera fiables, incluidos, en su caso, terceros independientes. Sin embargo, Moody's no es una firma de auditoría y no puede en todos los casos verificar o validar de manera independiente la información recibida en el proceso de calificación o en la elaboración de las publicaciones de Moody's.

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY's y sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad frente a cualesquiera personas o entidades con relación a pérdidas o daños indirectos, especiales, derivados o accidentales de cualquier naturaleza, derivados de o relacionados con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de dicha información, incluso cuando MOODY's o cualquiera de sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores fuera avisado previamente de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluidos a título enunciativo pero no limitativo: (a) lucro cesante presente o futuro o (b) pérdida o daño surgido en el caso de que el instrumento financiero en cuestión no sea objeto de calificación crediticia concreta otorgada por MOODY'S.

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY's y sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad con respecto a pérdidas o daños directos o indemnizatorios causados a cualquier persona o entidad, incluido a modo enunciativo pero no limitativo, negligencia (excluido, no obstante, el fraude, la conducta dolosa o cualquier otro tipo de responsabilidad que, en aras de la claridad, no pueda ser excluida por ley), por parte de MOODY's o cualquiera de sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores, o con respecto a toda contingencia dentro o fuera del control de cualquiera de los anteriores, derivada de o relacionada con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de tal información.

MOODY'S NO OTORGA NI OFRECE GARANTÍA ALGUNA, EXPRESA O IMPLÍCITA, CON RESPECTO A LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, EXHAUSTIVIDAD, COMERCIABILIDAD O IDONEIDAD PARA UN FIN DETERMINADO SOBRE CALIFICACIONES CREDITICIAS Y DEMÁS OPINIONES O INFORMACIÓN.

Moody's Investors Service, Inc., agencia de calificación crediticia, filial al 100% de Moody's Corporation ("MCO"), informa por la presente que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, notas y pagarés) y acciones preferentes calificados por Moody's Investors Service, Inc. han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a Moody's Investors Service, Inc. por sus servicios de opinión y calificación por unos honorarios que oscilan entre los $1.000 dólares y aproximadamente a los 2.700.000 dólares. MCO y MIS mantienen asimismo políticas y procedimientos para garantizar la independencia de las calificaciones y los procesos de asignación de calificaciones de MIS. La información relativa a ciertas relaciones que pudieran existir entre consejeros de MCO y entidades calificadas, y entre entidades que tienen asignadas calificaciones de MIS y asimismo han notificado públicamente a la SEC que poseen una participación en MCO superior al 5%, se publica anualmente en www.moodys.com, bajo el capítulo de "Investor Relations – Corporate Governance – Director and Shareholder Affiliation Policy" ["Relaciones del Accionariado - Gestión Corporativa - Política sobre Relaciones entre Consejeros y Accionistas"].
Únicamente aplicable a Australia: La publicación en Australia de este documento es conforme a la Licencia de Servicios Financieros en Australia de la filial de MOODY's, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 y/o Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (según corresponda). Este documento está destinado únicamente a "clientes mayoristas" según lo dispuesto en el artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Al acceder a este documento desde cualquier lugar dentro de Australia, usted declara ante MOODY'S ser un "cliente mayorista" o estar accediendo al mismo como un representante de aquél, así como que ni usted ni la entidad a la que representa divulgarán, directa o indirectamente, este documento ni su contenido a "clientes minoristas" según se desprende del artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Las calificaciones crediticias de MOODY'S son opiniones sobre la calidad crediticia de un compromiso de crédito del emisor y no sobre los valores de capital del emisor ni ninguna otra forma de instrumento a disposición de clientes minoristas.
Únicamente aplicable a Japón: Moody's Japan K.K. ("MJKK") es una agencia de calificación crediticia, filial de Moody's Group Japan G.K., propiedad en su totalidad de Moody's Overseas Holdings Inc., subsidiaria en su totalidad de MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") es una agencia subsidiaria de calificación crediticia propiedad en su totalidad de MJKK. MSFJ no es una Organización de Calificación Estadística Reconocida Nacionalmente (en inglés, "NRSRO"). Por tanto, las calificaciones crediticias asignadas por MSFJ son no-NRSRO. Las calificaciones crediticias son asignadas por una entidad que no es una NRSRO y, consecuentemente, la obligación calificada no será apta para ciertos tipos de tratamiento en virtud de las leyes de EE.UU. MJKK y MSFJ son agencias de calificación crediticia registradas con la Agencia de Servicios Financieros de Japón y sus números de registro son los números 2 y 3 del Comisionado FSA (Calificaciones), respectivamente.
Mediante el presente instrumento, MJKK o MSFJ (según corresponda) comunica que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, pagarés y títulos) y acciones preferentes calificados por MJKK o MSFJ (según sea el caso) han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a MJKK o MSFJ (según corresponda) por sus servicios de opinión y calificación por unos honorarios que oscilan entre los JPY125.000 y los JPY250.000.000, aproximadamente.
Asimismo, MJKK y MSFJ disponen de políticas y procedimientos para garantizar los requisitos regulatorios japoneses.

MOODY'S LOCAL