

Panamá, 22 de febrero de 2021

Señores
Bolsa de Valores de Panamá
Avenida Federico Boyd, Edificio BVP
Bella Vista, Panamá

Referencia: Envío de Informe de calificación CM REALTY
Attn. Lcda. Anyelis Marrero

Estimados:

Con la presente, informamos a la Bolsa de Valores de Panamá que el Comité de Calificación de Moody's Local PA Calificadora de Riesgo S.A. se reunió el 22 de febrero de 2021 para tratar la Calificación de Instrumentos de CM REALTY.

Al respecto, nos permitimos anexar los citados Informes de Calificación que se explican por sí solos.

Sin más por el momento.

Saludos Cordiales,



Juan Manuel Martans
General Manager

INFORME DE CALIFICACIÓN

Sesión de Comité:
22 de febrero de 2021

Actualización

CALIFICACIÓN*

CM Realty, S.A.

Domicilio	Panamá
Bonos Corporativos	A-.pa

(*) La nomenclatura ".pa" refleja riesgos sólo comparables en Panamá. Para mayor detalle sobre la definición de la calificación asignada, ver Anexo I.

CONTACTOS

Erika Salazar
VP - Senior Analyst / Manager
erika.salazar@moodys.com

Cecilia González
Associate Analyst
cecilia.gonzalez@moodys.com

Maria Gabriela Sedda
Associate Analyst
maria.sedda@moodys.com

SERVICIO AL CLIENTE

Panamá +507 214 3790

CM Realty, S.A.

Resumen

Moody's Local ratifica la calificación A-.pa a la Series A y B de Bonos Corporativos Garantizados de CM Realty, S.A. (en adelante, CM Realty o el Emisor), las mismas que están contempladas bajo un Programa Rotativo de Bonos Corporativos de hasta US\$50.0 millones. Es de señalar que, a la fecha de análisis, la calificación asignada se mantiene bajo presión debido al entorno operativo desafiante en el cual opera el Emisor a raíz de los efectos de la pandemia COVID-19 en la economía.

La calificación asignada a las Series de Bonos considera de manera positiva los adecuados indicadores de solvencia del Emisor, lo cual se refleja en una baja Palanca Financiera (deuda financiera/EBITDA) y Contable (pasivo/patrimonio), en línea con el fortalecimiento patrimonial a raíz de las diferentes revaluaciones de propiedades de inversión a lo largo de los últimos ejercicios, a pesar de observarse para esta evaluación un incremento en dicho indicador producto de la emisión de las Series A y B de Bonos Corporativos Garantizados por un total de US\$14.0 millones, colocadas en el mes de septiembre del año 2020, cuyos fondos fueron utilizados para cancelar deuda financiera que mantiene con entidades bancarias y para financiar parte de una nueva propiedad de inversión. Adicionalmente, la calificación toma en consideración la constitución de un Fideicomiso de Garantía asignada a las Series A y B de Bonos Corporativos, la misma que está conformada por cuatro fincas de propiedad de CM Realty, el cual deberá mantener en todo momento una cobertura mínima de 120% sobre el saldo en circulación, cumpliendo a la fecha con el mínimo requerido. Por otro lado, CM Realty ha logrado mantener adecuados indicadores de cobertura del Servicio de Deuda (parte corriente de la deuda de largo plazo + gastos financieros LTM) tanto con el EBITDA como con el Flujo de Caja Operativo. Asimismo, la calificación sopesa la mejora registrada en los indicadores de liquidez de CM Realty al 30 de septiembre de 2020, producto de la cancelación de la deuda corriente con la emisión de bonos corporativos antes señalada. Asimismo, pondera el bajo nivel de vacancia de sus activos inmobiliarios (portafolio de inmuebles) registrado al 30 de septiembre de 2020, siendo que la tasa de ocupación fue de 93.33%, resaltando que los contratos de alquiler son principalmente de largo plazo.

Sin perjuicio de lo anterior, la calificación asignada a las Series A y B de CM Realty se encuentra limitada por la disminución esperada en los ingresos por rentas producto del impacto de las medidas adoptadas por el Gobierno Panameño para contener la rápida propagación de la pandemia COVID-19 en el país, lo cual afectará no solo el crecimiento de la economía en el 2020, sino también el desempeño de diversos sectores¹. Esto último ha mermado la capacidad de pago de los locatarios de la Compañía, que son principalmente las empresas relacionadas Geo F. Novey, Inc. y Cochez & Cía.² (en adelante, Novey y Cochez, respectivamente), quienes aportaron el 94.50% de sus ingresos al cierre de septiembre de 2020. Sobre esto último, cabe indicar que tanto Novey como Cochez estuvieron con las operaciones cerradas desde el inicio de la declaración del Estado de Emergencia anunciado el 24 de marzo hasta el 1 de junio de 2020, fecha en la cual el Ministerio de Salud permitió la reapertura del Bloque 2 que engloba los comercios que se dedican a la venta de materiales de construcción y ferretería, en los cuales se desempeñan las empresas relacionadas señaladas anteriormente. Si bien a la fecha ambos locatarios ya se encuentran operando, lo hacen en un entorno operativo desafiante en vista de la afectación de la demanda interna producto de la

¹ Sugerimos revisar la Nota de Prensa: ML PA publica comentario sobre el impacto del COVID-19 en los distintos sectores de la economía panameña (25/03/2020) <https://www.moodyslocal.com/resources/res-documents/pa/pressreleases/mlnotaprensacoronaviruscorporativospanama.pdf>

² Moody's Local califica los Bonos Corporativos, Bonos Subordinados y VCN's emitidos por Cochez, asignando las calificaciones BB+.pa, BB-.pa y ML 3+.pa, respectivamente.

recesión esperada en la economía panameña en el 2020. En ese sentido, de acuerdo a información reciente publicada por el Instituto Nacional de Estadística y Censo (INEC), el producto interno bruto (PIB) de Panamá se contrajo 23.59% en el tercer trimestre de 2020 y 20.44% para el periodo acumulado de enero a septiembre de 2020 a causa de la crisis sanitaria. Se estima una leve recuperación en el último trimestre de 2020; sin embargo, de acuerdo a las estimaciones del Ministerio de Economía y Finanzas (MEF), se espera que al cierre del año la economía se contraiga hasta un 15% o 16%. Por otro lado, se espera que se mantenga la desaceleración comercial (menor demanda de productos) ante el nuevo cierre total decretado del 4 al 14 de enero de 2021. En este sentido, se destaca la reciente modificación de alguno de los artículos de los Decretos Ejecutivos N° 145 y N° 314, mediante el Decreto Ejecutivo N° 411 del 31 de diciembre de 2020, el cual permite al Arrendador hacer uso de sus derechos o pretensiones ante la autoridad administrativa y judicial sobre aquellos arrendatarios que económicamente no se encuentren afectados en sus ingresos por el Estado de Emergencia Nacional.

Lo señalado en el párrafo anterior conllevó a que el Emisor se viera en la necesidad de suspender los alquileres en los meses de abril y mayo del 2020, mientras que para el segundo semestre del 2020 el Emisor logró recibir cánones de arrendamiento con descuento del -27%. De igual manera, a partir de febrero de 2021, se proyecta una disminución de 10% en los cánones de arrendamiento que estaría percibiendo de parte de sus relacionadas Novey y Cochez, en línea con los menores ingresos esperados por estos locatarios. De igual manera, resulta relevante señalar que no es posible determinar la fecha estimada de recuperación del negocio, en vista que la propagación del COVID-19 se trata de un evento que aún sigue en curso y, una vez se levante la cuarentena y se reabra la economía, existe el riesgo de que se mantenga la desaceleración en diversos sectores debido a una menor demanda derivada de la disminución en la confianza del consumidor y la baja en su poder adquisitivo, producto de la suspensión de contratos y el mayor nivel de desempleo esperado en el país. Ponderó igualmente en la calificación la estructura de las Series A y B calificadas, puesto que las mismas incorporan un posible riesgo de refinanciamiento al ser bullet; es decir, amortizarán el 100% del capital en la fecha de vencimiento respectiva de cada serie.

Al 30 de septiembre de 2020, los activos de CM Realty crecieron en 1.38% respecto a diciembre 2019, producto principalmente del aumento en el efectivo (+US\$2.6 millones), en línea con la estrategia por parte del Emisor en reducir los gastos. Los activos de CM Realty están conformados principalmente por las propiedades de inversión, las cuales representaron el 98.49% a septiembre de 2020. A la fecha de análisis, CM Realty cuenta con 42 propiedades de inversión, de las cuales 36 locales están arrendados a las cadenas comerciales Cochez y Novey, mientras que 6 locales están arrendados a terceros. Los activos corrientes de CM Realty registraron un incremento a septiembre de 2020, en línea con el aumento en el efectivo, mientras que los pasivos corrientes presentaron una disminución, como consecuencia de la cancelación de deuda financiera a corto plazo por US\$8.1 millones con un banco local. Lo anterior conllevó a que los indicadores de liquidez de la Compañía presentaran una mejora significativa a septiembre de 2020, los mismos que para revisiones anteriores habían sido bajos, lo cual se sustenta en la naturaleza misma de CM Realty como Sociedad de Inversión Inmobiliaria, en donde la composición de los activos corresponde a propiedades de inversión registradas en el activo no corriente, mientras que la naturaleza misma de los repartos regulares de las ganancias vía dividendos no permite un mayor fortalecimiento del activo corriente. Así también, se registró un incremento en los pasivos de CM Realty de 25.44% respecto a diciembre de 2019, producto de la emisión de las Series A y B de Bonos Corporativos Garantizados por US\$14.0 millones, las cuales se lograron colocar en el mes de septiembre de 2020. El objetivo de esta emisión fue cancelar la totalidad de la deuda financiera que mantenía con bancos y, de igual forma, utilizar dichos fondos para financiar parte de la adquisición de una nueva propiedad. Por otro lado, se observa dentro de los pasivos no corrientes dividendos por pagar accionistas a septiembre de 2020, producto a que en la reunión extraordinaria que realizaron el 25 de marzo de 2020, se aprobó con efecto inmediato suspender temporalmente el pago de los dividendos ordinarios a los tenedores de las acciones clase B, en los meses de abril a junio, los cuales fueron pagados en los meses de septiembre y diciembre 2020. Asimismo, el 15 diciembre de 2020³ se canceló en acciones el monto faltante para llegar al 90% de la utilidad neta fiscal del 2020, excluyendo la ganancia no realizada por registro a valor razonable de las propiedades de inversión.

El patrimonio neto, disminuyó ligeramente en 0.33% respecto al cierre de 2019, ascendiendo a US\$185.5 millones al 30 de septiembre de 2020, debido principalmente a los menores resultados obtenidos, en línea con la coyuntura actual; no obstante, lo anterior fue parcialmente contrarrestado con el aumento del valor razonable de las propiedades de inversión que incrementó el superávit por revaluación a US\$128.5 millones desde US\$120.5 millones en diciembre 2019. El superávit por revaluación de activos representó el 63.62% del patrimonio de CM Realty; pero no está disponible para la distribución de dividendos. Dado que el patrimonio representó el 91.83% de los activos totales del Emisor al 30 de septiembre de 2020, la Palanca Contable (Pasivo/Patrimonio) se mantuvo aún baja al ubicarse en 0.09x, mientras que la Palanca Financiera (Deuda Financiera/EBITDA) incremento al situarse a 1.72x, desde 1.20x en diciembre de 2019 debido al menor EBITDA anualizado generado a septiembre de 2020 y, en menor medida, a la emisión de las Series A y B de bonos garantizados que sustituyó toda la deuda bancaria y financió parte de una nueva propiedad de inversión. Se espera que la Palanca Financiera se incremente a alrededor de 2.00x al cierre de 2020, como resultado del menor EBITDA estimado por la reducción en los cánones de arrendamiento

³ Hecho de Importancia CM Realty el 10 de diciembre de 2020: Autorización de pago de dividendos en acciones

Al tercer trimestre de 2020, los ingresos por alquileres de CM Realty disminuyeron en 32.61% respecto al mismo periodo del año previo, sustentado principalmente en la disminución del 27% en los cánones de arrendamiento a las compañías relacionadas, el mismo que se dio a partir de junio 2020 hasta enero de 2021. Es importante mencionar que, a septiembre de 2020, el 94.40% de los ingresos de CM Realty correspondieron al alquiler de propiedades a las cadenas de tiendas Cochez y Novey, las cuales pertenecen al mismo grupo económico; mientras que alrededor del 5.60% restante proviene del alquiler de terrenos y locales comerciales a terceros. Los contratos pactados con las compañías relacionadas Novey y Cochez tienen una duración de 15 años con vencimientos que oscilan entre el 2029 y 2032, mientras que los contratos con terceros tienen vencimientos que oscilan entre 2 y 10 años, lo cual otorga al Emisor una mayor predictibilidad de la generación futura de flujos operativos para el repago oportuno de su deuda y el pago de los dividendos a los tenedores de las Acciones Tipo B. Pese a la disminución de los gastos operativos al 30 de septiembre de 2020, el margen operativo de CM Realty disminuyó a 91.69%, desde 93.22% en el ejercicio previo, como resultado de la disminución en los ingresos por arrendamiento. Por otro lado, el incremento en la deuda financiera ocasionó que los gastos financieros fueran superiores (+98.29%). Producto de lo anterior, CM Realty reportó una disminución interanual de 37.03% en su utilidad neta, ascendiendo a US\$5.1 millones a septiembre de 2020, lo cual tuvo un efecto negativo en el retorno promedio sobre los activos (ROAA) y el retorno promedio para el accionista (ROAE).

El EBITDA de la Compañía se situó en US\$5.4 millones, reduciéndose en 33.72% con respecto a septiembre de 2019, sustentado en la disminución de los cánones de arrendamiento mencionado previamente. Lo anterior, sumado al incremento en los gastos financieros conllevó a registrar una cobertura de gastos financieros y del servicio de deuda con EBITDA anualizado de 16.34x, considerando que el repago de capital de la Serie A y B de bonos es al vencimiento (bullet). Por otro lado, el Flujo de Caja Operativo (FCO) del periodo se redujo interanualmente en 31.03% interanual, totalizando US\$5.2 millones a septiembre de 2020 producto de los menores ingresos por alquiler. A pesar de lo anterior, el FCO brindó una cobertura de los gastos financieros y el Servicio de Deuda de 7.76x, considerando la disminución en la parte corriente de la deuda a largo plazo.

Moody's Local continuará monitoreando la capacidad de pago de CM Realty, así como la evolución de sus principales indicadores financieros, toda vez que todavía no es posible determinar el efecto final ni el periodo de recuperación en su generación en los flujos del negocio, los cuales a la fecha se encuentran afectados por las medidas decretadas por el Gobierno a raíz de la propagación de la pandemia COVID-19 en el país. Esto último conlleva a que, a la fecha, la calificación se mantenga bajo presión y pueda modificarse en caso se determine un mayor riesgo en los siguientes meses.

Factores críticos que podrían llevar a un aumento en la calificación

- » Mejora sostenida en la generación de los arrendatarios de CM Realty que conlleve a que se regularicen los cánones respecto a lo exhibido en el 2019, para lo cual será fundamental el levantamiento de las medidas decretadas por el Gobierno para hacer frente a la propagación de la pandemia COVID-19 en el país.
- » Incremento en los niveles de liquidez de CM Realty.
- » Incremento sostenido en el valor neto de los activos de CM Realty.

Factores críticos que podrían llevar a una disminución en la calificación

- » Ajuste significativo en los flujos producto de la disminución en los cánones de alquiler, atrasos en los cobros o la desocupación de locales que conlleve a una disminución pronunciada en el Flujo de Caja Operativo de la Compañía.
- » Cambios desfavorables en las condiciones económicas que tengan afectaciones directas sobre la generación de flujos de los arrendatarios Cochez y Novey, o que conlleve al cierre de tiendas arrendadas por éstos a CM Realty, o pérdida de valor en los inmuebles de CM Realty.
- » Aumento significativo en los niveles de endeudamiento de CM Realty respecto al crecimiento de su generación.
- » Disminución en el Valor Neto de los Activos de CM Realty
- » Incumplimiento en las normas que rigen las sociedades de inversión inmobiliaria.
- » Disminución en el valor de las propiedades que garantizan las Series A y B de Bonos a ser emitidas, causando incumplimiento en la cobertura mínima requerida.

Limitantes encontradas durante el proceso de evaluación

- » Ninguna

Indicadores Clave

Tabla 1

CM REALTY, S.A.

	Sep-20	Dic-19	Dic-18	Dic-17	Dic-16
Activos (US\$/Miles)	201,983	199,243	187,976	186,895	183,460
Ingresos (US\$/Miles)	5,944	11,689	11,041	10,862	9,834
EBITDA (US\$/Miles)	5,450	10,898	10,156	10,052	8,918
Deuda Financiera / EBITDA	1.72x	1,20x	0,61x	1,33x	0,99x
EBITDA / Gastos Financieros	16.34x	36,32x	18,65x	20,65x	32,52x
FCO / Servicio de la Deuda	7.76x	2,16x	5,45x	4,77x	8,76x

Fuente: CM Realty / Elaboración: Moody's Local

Tabla 2

Resguardos Financieros asociados a los Bonos Corporativos Garantizados

Compromiso Financiero	Límite	Sep-20
(Bienes Fideicomitidos o Fondos líquidos en la cuenta del Fideicomiso) / Saldo de los Bonos Garantizados	> 120%	120%

Fuente: CM Realty / Elaboración: Moody's Local

Desarrollos Recientes

Dentro de los hechos relevantes, se menciona que el 10 de diciembre de 2020, CM Realty, S.A. informó al mercado a través de un Hecho de Importancia en la BVP el pago de dividendos ordinarios a los tenedores de las Acciones Clase B, el mismo que fue declarado y autorizado por la Junta Directiva a partir del 15 de diciembre de 2020, monto que era faltante para llegar al 90% de la utilidad neta fiscal del 2020. Adicionalmente, el 4 de enero de 2021 la Junta Directiva de CM Realty, S.A autorizó la distribución de dividendos, de Acciones Clase B tomando como referencia a los tenedores al 31 de diciembre de 2020, los mismos que son contemplados para el cálculo del 90% del año 2021.

La propagación de la pandemia COVID-19 y las medidas adoptadas por el Gobierno para hacer frente a la crisis sanitaria han afectado la actividad económica en el país, lo que se ha visto reflejado en una disminución de los ingresos tanto de las personas como de los negocios considerados no esenciales, de los cuales diversos sectores se mantuvieron cerrados desde el inicio del Estado de Emergencia, todo lo que se plasma en un aumento en la tasa de desempleo, la misma que podría ubicarse entre 20%-25% al cierre de 2020, según el Ministerio de Trabajo y Desarrollo Laboral. En línea con lo anterior, el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) anunció una contracción en el PIB de 23.59% para el tercer trimestre de 2020 y 20.44% acumulada de enero a septiembre de 2020 y, se estima que para el cierre del año la contracción sea de hasta un 15% o 16%. En línea con lo anterior, los arrendatarios de CM Realty, las relacionadas Geo F. Novey, Inc. y Cochez & Cía., mantuvieron las tiendas cerradas desde el 24 de marzo, 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, los ingresos de los locatarios Novey y Cochez se verán fuertemente afectados durante el 2020, no siendo posible determinar todavía la fecha estimada de recuperación de los negocios en vista que la propagación del COVID-19 se trata de un evento que está en curso.

Otro hecho de importancia relevante corresponde a que, el 1 de mayo de 2020, se promulgó el Decreto Ejecutivo N° 145, el cual dicta medidas sobre los arrendamientos, procesos de lanzamiento y desalojo. En el mismo se estableció que, mientras dure el Estado de Emergencia Nacional y hasta dos meses posteriores al levantamiento de dicha medida, se ordenó el congelamiento de los cánones de arrendamiento, las cláusulas de incrementos y/o penalización por terminación unilateral del contrato y las relativas a intereses por mora. Asimismo, se indicó que el arrendador y el arrendatario podrían resolver por mutuo acuerdo los conflictos originados sobre los cánones de arrendamientos dejados de pagar durante las medidas y disposiciones establecidas en dicho Decreto. Los Acuerdos tendrán una duración de hasta dos años a partir del registro ante la Dirección General de Arrendamientos. El pasado 31 de diciembre de 2020, se promulgó el Decreto Ejecutivo No. 411 que modifica algunos artículos de los Decretos Ejecutivos N° 145 del 1 de mayo de 2020 y N° 314 del 7 de agosto de 2020. Las modificaciones incluyen: i) excepción de aquellos arrendatarios que económicamente no se encuentren afectados en sus ingresos por el Estado de Emergencia Nacional; en estos casos, el Arrendador puede hacer efectivo sus derechos o pretensiones ante la jurisdicción administrativa y judicial competente; ii) no hay obligación de que el Arrendador firme una extensión del Contrato para que el descuento en los cánones de arrendamiento sea obligatorio, y iii) se reduce de dos meses el mantenimiento del aplazamiento de los cánones de arrendamiento luego del levantamiento de las restricciones de la apertura.

CM REALTY, S.A.

Principales Partidas del Estado de Situación Financiera

(Miles de Dólares)	Sep-20	Dic-19	Dic-18	Dic-17	Dic-16
TOTAL ACTIVO	201,983	199,243	187,976	186,895	183,460
Propiedades de Inversión	198,936	198,905	187,413	185,361	172,939
Construcción en proceso	129	129	129	129	2,906
TOTAL PASIVO	16,504	13,158	11,359	13,481	12,314
Porción Corriente Deuda a Largo Plazo	0	2,474	2,388	1,388	1,043
Obligaciones financieras a corto plazo	0	8,148	0	0	0
Cuentas por Pagar Relacionadas	0	0	5,134	0	0
Préstamos Bancarios Largo Plazo	0	2,464	3,774	12,006	7,775
Bonos por pagar	14,000	0	0	0	0
Dividendos por pagar accionistas	2,200	0	0	0	0
TOTAL PATRIMONIO NETO	185,479	186,085	176,617	173,414	171,146
Capital Social	41,917	42,028	42,076	42,105	41,868
Superávit por revaluación de activos	128,500	120,466	112,432	110,354	108,573
Utilidades Acumuladas	15,062	23,591	22,108	21,220	21,708

Principales Partidas del Estado de Resultados

(Miles de Dólares)	Sep-20	Dic-19	Sep-19	Dic-18	Dic-17	Dic-16
Ingresos	5,944	11,691	8,821	11,041	10,862	9,834
Costos de Servicios	0	0	0	0	0	0
Utilidad bruta	5,944	11,691	8,821	11,041	10,862	9,834
Gastos Generales y Administrativos	(494)	(793)	(598)	(885)	(809)	(916)
Utilidad Operativa	5,450	10,898	8,223	10,156	10,052	8,918
Cambios en valor razonable de Propiedades de Inversión	0	8,034	0	2,078	1,781	16,030
Gastos Financieros	(398)	(300)	(201)	(545)	(487)	(274)
Utilidad Neta	5,052	18,634	8,023	11,689	10,365	24,674

CM REALTY, S.A.

INDICADORES FINANCIEROS	Sep-20	Dic-19	Sep-19	Dic-18	Dic-17	Dic-16
SOLVENCIA						
Pasivo / Patrimonio	0.09x	0.07x	0.06x	0.06x	0.08x	0.07x
Deuda Financiera / Pasivo	0.85x	0.99x	0.55x	0.54x	0.99x	0.72x
Deuda Financiera / Patrimonio	0.08x	0.07x	0.03x	0.03x	0.08x	0.05x
Pasivo / Activo	0.08x	0.07x	0.06x	0.06x	0.07x	0.07x
Pasivo Corriente / Pasivo Total	0.02x	0.81x	0.67x	0.67x	0.11x	0.37x
Pasivo No Corriente / Pasivo Total	0.98x	0.19x	0.33x	0.33x	0.89x	0.63x
Deuda Financiera / EBITDA	1.72x	1.20x	N.D	0.61x	1.33x	0.99x
LIQUIDEZ						
Liquidez Corriente (Activo Corriente / Pasivo Corriente)	9.38x	0.01x	0.04x	0.03x	0.52x	0.30x
Prueba Ácida ¹	9.24x	0.01x	0.04x	0.03x	0.52x	0.30x
Liquidez Absoluta (Efectivo / Pasivo Corriente)	8.99x	0.01x	0.01x	0.01x	0.24x	0.27x
Capital de Trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	2,555	-10,565	-6,836	-7,350	-708	-3,172
GESTIÓN						
Gastos Operativos / Ingresos	8.31%	6.78%	6.78%	8.02%	7.45%	9.32%
Gastos Financieros / Ingresos	6.69%	2.57%	2.27%	4.93%	4.48%	2.79%
RENTABILIDAD						
Margen Bruto	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
Margen Operativo	91.69%	93.23%	93.22%	91.98%	92.55%	90.68%
Margen Neto	84.99%	159.41%	90.96%	105.87%	95.43%	250.91%
ROAA (LTM)	N.D	9.62%	N.D	6.24%	5.60%	14.68%
ROAE (LTM)	N.D	10.27%	N.D	6.68%	6.02%	15.57%
GENERACIÓN						
FCO (US\$ Miles)	5,205	5,694	7,546	15,450	8,461	11,275
FCO anualizado (US\$ Miles)	3,360	5,694	N.D	15,450	8,461	11,275
EBITDA (US\$ Miles)	5,450	10,898	8,222	10,156	10,052	8,918
EBITDA LTM (US\$ Miles)	8,126	10,898	N.D	10,156	10,052	8,918
Margen EBITDA	92.18%	93,23%	N.D	91,98%	92,55%	90,68%
COBERTURAS						
EBITDA / Gastos Financieros (LTM)	16.34x	36.32x	N.D	18.65x	20.65x	32.52x
EBITDA / Servicio de Deuda (LTM)	16.34x	3.93x	N.D	3.46x	5.36x	6.77x
FCO / Gastos Financieros (LTM)	7.76x	19.98x	N.D	29.37x	18.38x	42.11x
FCO / Servicio de Deuda (LTM)	7.76x	2.16x	N.D	5.45x	4.77x	8.76x

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

Anexo I

Historia de Calificación

CM Realty, S.A.

Instrumento	Calificación Anterior (al 31.12.19) ^{1/}	Calificación Actual (al 30.09.20)	Definición de la Categoría Actual
Programa de Bonos Rotativos Garantizados hasta por US\$50.0 millones	(nueva) 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.
Serie A (hasta por US\$4.0 millones)			
Programa de Bonos Rotativos Garantizados hasta por US\$50.0 millones	(nueva) 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.
Serie B (hasta por US\$10.0 millones)			

^{1/} Sesión de Comité del 13 de agosto de 2020.

Anexo II

Programa de Bonos Corporativos Garantizados - hasta por US\$50.0 millones

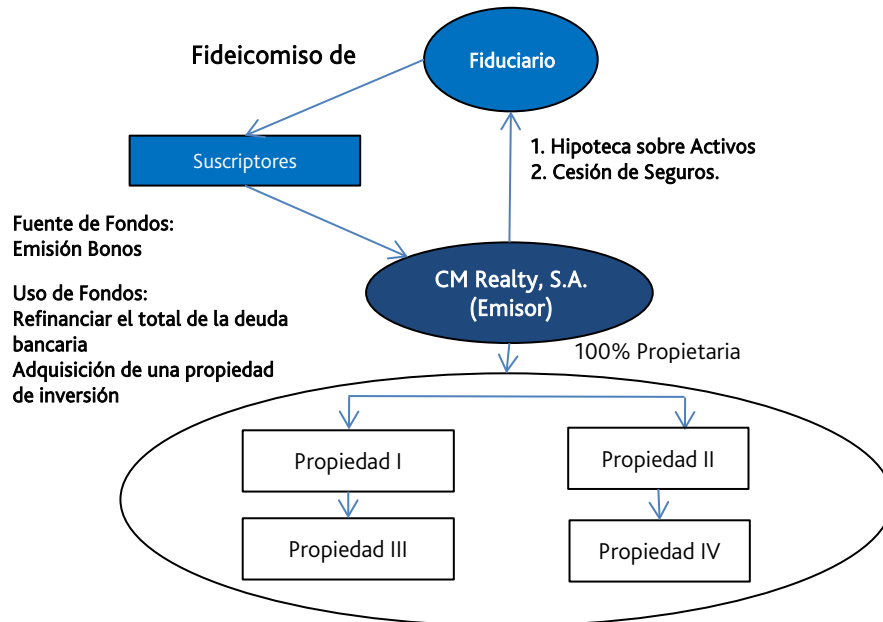
Monto del Programa:	US\$50.0 millones
Tipo de Instrumento:	Bonos Corporativos Garantizados y No Garantizados
Plazo del Programa:	10 años
Garantía:	El emisor podrá garantizar las obligaciones de una o varias Series de Bonos mediante un Fideicomiso de Garantía
Redención Anticipada:	Los Bonos podrán ser redimidos, total o parcialmente, a opción del Emisor, a partir de la fecha que determine el Emisor mediante el Suplemento al Prospecto Informativo
Fiduciario:	MMG Bank Corporation

Bonos Corporativos Garantizados

	A	B
Serie:	A	B
Monto Máximo de la Serie:	US\$4.0 millones	US\$10.0 millones
Monto en Circulación al 30.09.20:	US\$4.0 millones	US\$10.0 millones
Fecha de Colocación:	9 de septiembre de 2020	9 de septiembre de 2020
Plazo:	Hasta 5 años a partir de fecha de emisión	Hasta 7 años a partir de fecha de emisión
Tasa de Interés:	4.50%	5.00%
Pago de Interés:	Trimestral	Trimestral
Pago de Capital:	Al vencimiento	Al vencimiento
Garantía:	Se tendrá un Fideicomiso de Garantía	Se tendrá un Fideicomiso de Garantía
Cobertura de Garantía:	Cobertura de Garantía mínima de 120%	Cobertura de Garantía mínima de 120%
Bienes Cedidos en Garantía:	La Serie A y B estará garantizada mediante un Fideicomiso Irrevocable de Garantía. Los bienes del Fideicomiso estarán constituidos por: (i) derechos hipotecarios y anticréticos derivados del Contrato de Hipoteca y cualquier producto obtenido de su ejecución, y (ii) cesión de las pólizas de seguro de los bienes gravados y cualesquiera dineros obtenidos producto de reclamos presentados a las aseguradoras de conformidad con los términos de la póliza respectiva	
Redención Anticipada:	La Serie A y B podrá ser redimida total o parcialmente a opción del Emisor, a partir del segundo año.	

Anexo III

Detalle de la Estructura del Programa de Bonos Corporativos



Riesgos de la Estructura

Riesgo de Pago de Capital e Intereses

El pago de intereses y capital de los Bonos dependerá de los ingresos del Emisor que a su vez provienen de los arrendamientos de propiedades, los cuales a la fecha se encuentran afectados producto de las medidas adoptadas por el obierno Panameño para contener la rápida propagación de la pandemia COVID-19, las cuales han impactado en la generación de las relacionadas Cochez y Novey.

Riesgo de Crédito

Cualquier cambio o desmejoramiento en la posición financiera de los arrendatarios de los activos inmobiliarios que componen el portafolio del Emisor afectará los resultados del Emisor.

Riesgo de la Naturaleza y Competencia del Negocio

Las actividades realizadas por el Emisor están sujetas a factores de riesgo propios del sector inmobiliario, tales como liquidez, mercado, demanda, ambiental y la situación del entorno económico local y global. Existen riesgos relacionados a cambios en la política nacional o a cambios regulatorios que pudiesen tener un impacto negativo en la actividad inmobiliaria, por ende, el éxito de las operaciones del Emisor depende de la demanda existente en el arrendamiento.

Riesgo de Fuente de Pago de los Bonos

El pago de los intereses y el capital de los Bonos dependerá de los ingresos del Emisor provenientes del arrendamiento de los bienes inmuebles. Por lo tanto, una baja ocupación de los bienes inmuebles arrendados y/o del canon de arrendamiento respectivo, podría poner en riesgo el repago del capital e intereses de los Bonos.

Riesgo por la Valoración de los Bienes Dados en Garantía

Existe el riesgo de que el valor de venta o liquidación de los bienes dados en garantía difiera del valor que un tercero determine mediante un avalúo independiente y que, en determinado momento, el valor de la garantía sea menor al monto de las obligaciones relacionadas a la Serie A y B calificada.

Riesgo por Efectos Ocasionados por la Naturaleza

El Emisor cuenta con planes de contingencia para mitigar eventos fortuitos causados por la naturaleza; sin embargo, existe el riesgo de que eventos mayores como sismos, inundaciones, incendios, entre otros tengan un impacto negativo en las operaciones del Emisor.

Garantías asociadas a las Series A y B de Bonos Corporativos Garantizados

El Fideicomiso de Garantía asociado a las Series A y B de Bonos Corporativos Garantizados a ser emitida por CM Realty incluirá los siguientes activos cedidos por el Fideicomitente Garante: (a) derechos hipotecarios y anticréticos derivados del Contrato de Hipoteca y cualquier producto obtenido de su ejecución, sobre bienes inmuebles del Emisor con un valor de avalúo, así como las pólizas de seguro de los bienes gravados y cualquier flujo dinerario obtenido producto de reclamos presentados a las aseguradoras de conformidad con los términos de la póliza respectiva o (b) fondos líquidos y disponibles en la Cuenta del Fideicomiso que representen un valor no menor a 120% del saldo insoluto a capital adeudado bajo los Bonos emitidos y en circulación de la Serie Garantizada. De acuerdo con la información suministrada por el Emisor, las cuatro fincas que se pondrán en garantía serían las que corresponden a la tienda de Cochez Vía España-La Loma, Cochez Penonomé, Novey Market Plaza y Novey Parque Lefevre, las cuales, en conjunto, suman un valor razonable de US\$22.0 millones de acuerdo a los respectivos avalúos realizados en enero y febrero 2020, brindando una cobertura de 157% a la Serie A y B de Bonos Corporativos Garantizados a emitir por un total de US\$14.0 millones. Según certificación del 13 de enero de 2021, el Emisor mantiene una cobertura de 120%, cumpliendo con el mínimo requerido.

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. El presente informe se encuentra publicado en la página web de la empresa (<http://www.moodylocal.com>) donde se puede consultar adicionalmente documentos como el código de conducta, la metodología de calificación respectiva, las categorías de calificación de Panamá y las calificaciones vigentes. La información utilizada en este informe comprende los Estados Financieros Auditados al 31 de diciembre de 2016, 2017, 2018 y 2019 de CM Realty, S.A, así como Estados Financieros Interinos al 30 de septiembre de 2019 y 2020, adicional a la documentación respectiva sobre el Programa de Bonos Corporativos y los Suplementos de las Series emitidas. Moody's Local 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. 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.

© 2021 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, RECOPIADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIRSE, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHO 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, 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, COMERCIALIZACIÓN 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 calificadas 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.moody's.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 calificadas 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.