

26 de octubre de 2020

Licenciado
Julio Javier Justiniani
Superintendente
Superintendencia del Mercado de Valores
República de Panamá
Ciudad

Ref. CODERE TRUST / Hecho de Importancia

Estimada Licenciado Justiniani:

De conformidad con lo normado por el Acuerdo No. 3-2008 de 31 de marzo de 2008 según fue modificado por el Acuerdo No. 2-2012 de 28 de noviembre de 2012 de la Superintendencia del Mercado de Valores, nos cumple informarle que con relación a:

CODERE TRUST

Un fideicomiso administrado por ASSETS TRUST & CORPORATE SERVICES, INC., y autorizado para el registro y oferta pública de Bonos por virtud de Resolución SMV No. 292-19 de 7 de agosto de 2019, informa al público lo siguiente:

1. Que la calificadora de riesgo PCR resolvió en su comité de 23 de octubre de 2020, ratificar la calificación PA-BBB otorgada al emisor CODERE TRUST, cambiando su perspectiva a Negativa.
2. Que luego de la reapertura de las salas de casino autorizada por las autoridades sanitarias de la República de Panamá, el Fiduciario y el Fideicomitente evalúan el comportamiento de los flujos a fin de identificar si será necesario recomendar cambios a los términos y condiciones de la emisión.

Sin otro particular, quedamos de usted,

Atentamente,

ASSETS TRUST & CORPORATE SERVICES, INC.
Como fiduciario de CODERE TRUST (y no a título personal)



Jose Manuel Jaen M.
Apoderado General



CODERE TRUST Programa Rotativo de Bonos Corporativos

Comité No. 76/2020		
Informe con EEFF auditados al 31 de diciembre de 2019	Fecha de comité: 23 de octubre de 2020	
Periodicidad de actualización: Anual	Industria de Juegos de Azar/Panamá	
Equipo de Análisis		
Donato Rivas drivas@ratingspcr.com	Iolanda Montuori imontuori@ratingspcr.com	(502) 6635-2166

HISTORIAL DE CALIFICACIONES			
Fecha de información	jun-18	dic-18	dic-19
Fecha de comité	4/04/2019	12/07/2019	23/10/2020
Programa Rotativo de Bonos Corporativos	PA BBB	PA BBB	PA BBB
Perspectiva	Estable	Estable	Negativa

Significado de la calificación

Categoría BBB: Los factores de protección al riesgo son razonables, suficientes para una inversión aceptable. Existe una variabilidad considerable en el riesgo durante los ciclos económicos, lo que pudiera provocar fluctuaciones en su Calificación.

Con el propósito de diferenciar las calificaciones domésticas de las internacionales, se ha agregado una (PA) a la calificación para indicar que se refiere sólo a emisores/emisiones de carácter doméstico a efectuarse en el mercado panameño. Estas categorizaciones podrán ser complementadas si correspondiese, mediante los signos (+/-) mejorando o desmejorando respectivamente la calificación alcanzada entre las categorías AA y B.

La información empleada en la presente calificación proviene de fuentes oficiales; sin embargo, no garantizamos la confiabilidad e integridad de la misma, por lo que no nos hacemos responsables por algún error u omisión por el uso de dicha información. La calificación otorgada o emitida por PCR constituyen una evaluación sobre el riesgo involucrado y una opinión sobre la calidad crediticia, y la misma no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago de este; ni estabilidad de su precio 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.

Racionalidad

La calificación del Programa Rotativo de Bonos Corporativos de Codere Trust se fundamenta en los resultados negativos del período, así como los bajos niveles de liquidez que se presentaron durante el año. La calificación considera, además, la vulnerabilidad de las operaciones del negocio de casinos y juegos de azar en la economía actual. De igual forma, se considera que la emisión de deuda en circulación representa un monto reducido respecto al flujo de ingresos del Fideicomiso Emisor, lo que permite una adecuada cobertura sobre el pago de intereses.

Perspectiva

Negativa

Resumen Ejecutivo

La calificación de riesgo otorgada a la emisión del Programa Rotativo de Bonos Corporativos de Codere Trust se basó en la evaluación de los siguientes aspectos:

- **Bienes fideicomitados.** La emisión de Bonos Corporativos Rotativos está respaldada por los bienes fideicomitados a favor del Fideicomiso Emisor (Codere Trust), los cuales corresponden a la cesión de derechos económicos en efectivo derivados de la operación diaria de los 12 casinos de Alta Cordillera, S.A., así como los pagarés sobre las cuentas por cobrar que Alta Cordillera le adeudará al Fideicomiso Emisor en virtud de los créditos que se le otorgan y el dinero que se reciba producto de la oferta pública y venta de los Bonos en el mercado primario. Asimismo, el Fideicomiso Emisor se reserva el derecho de mantener una reserva para el pago de intereses y un fondo de reserva para amortización de capital para las series que se estimen convenientes.
- **Ingresos y Egresos del Fideicomiso.** Al cierre del año 2019, los ingresos recibidos en el Fideicomiso registraron importantes incrementos dado que se percibieron intereses sobre préstamo y en menor proporción los intereses ganados por las cuentas de ahorros. Por otro lado, ahora el Fideicomiso registra pago de intereses por los bonos que mantiene en circulación, así como gastos por la emisión de estos bonos. Adicionalmente, se presentaron

gastos bancarios y gastos generales y administrativos. Por lo tanto, mientras que los ingresos totalizaron B/. 47.5 millares, los gastos totales saldaron B/. 62.6 millares, resultando en una pérdida neta de B/. 77.8 millares. Este resultado muestra insuficiencia para cubrir los intereses generados por la emisión de los bonos, la cual es producto de la contracción de las operaciones de la cedente de los flujos de dinero: Alta Cordillera, S.A. Es de destacar que, al cierre de 2019, el flujo de caja en resguardo del Fideicomiso fue suficiente para cubrir los intereses de los dos trimestres sucesivos, según lo estipula el contrato entre las partes.

- **Pérdidas en el resultado del ejercicio de Alta Cordillera, S.A.** A la fecha de análisis, el resultado neto de Alta Cordillera, S.A. presentó una pérdida de B/. 12.7 millones, desmejorando significativamente en relación con el resultado presentado en el 2018 (B/. 0.2 millones). Esta disminución es consecuencia de la contracción de los ingresos, principalmente en los ingresos por casino, de alimentos y bebidas. De igual forma, los ingresos provenientes del pago del arrendamiento y la amortización de derecho de uso se vieron afectados por la implementación de la IFRS 16 y de ajustes contables motivados por el hecho relevante publicado a fines de 2019 producto del deterioro de cuentas por cobrar de juego y limpieza contable de partidas antiguas. En este sentido, combinado con el alza en los activos totales de la compañía a 2019 en B/. 74 millones, los indicadores de rentabilidad ROA y ROE se posicionaron negativos en 9.7 % y 280.7 %, mostrando importantes desmejoras interanuales (diciembre 2018: ROA -0.3 % y ROE -2.3 %).
- **Bajos niveles de liquidez y solvencia negativa de Alta Cordillera, S.A.** Al 31 de diciembre de 2019, el activo corriente de Alta Cordillera, S.A. disminuyó en B/. 5.9 millones (-29.4 %) y los pasivos corrientes aumentaron en B/. 18.1 millones (+77.7 %) como consecuencia del registro del pasivo arriendo financiero. Derivado de lo anterior, el capital de trabajo totalizó en saldo negativo de B/. 27.4 millones, comparándose con el año anterior donde presentó un saldo negativo de B/. 3.4 millones. Asimismo, la razón circulante a diciembre 2019 totalizó en 0.34 veces, menor en comparación al periodo anterior (diciembre 2018: 0.85 veces). El índice de liquidez inmediata (efectivo y cuentas por cobrar corrientes/pasivos corrientes) se ubicó en 15 % evidenciando un deterioro interanual con los niveles del año anterior (diciembre 2018: 51.6 %). Adicionalmente, el patrimonio de Alta Cordillera y subsidiarias totalizaron un saldo negativo de B/. 4.5 millones, evidenciando una importante contracción de B/. 13.7 millones (-1.49 veces), generando indicadores de solvencia y endeudamiento patrimonial negativos. El endeudamiento patrimonial (pasivo/patrimonio) totalizó en -29.8 veces, evidenciando una gran desmejora interanual en comparación al año anterior (diciembre 2018: 5.7 veces) y al promedio de los últimos 5 años anteriores (4.6 veces).
- **Pertenencia a Grupo Codere.** Alta Cordillera, S.A. y Subsidiaria forma parte de Grupo Codere, S.A., una multinacional española que cuenta con una trayectoria profesional de más de 35 años en el sector del juego privado, la cual ha diversificado su actividad en la industria operando terminales de juego, salas de juego, puntos de apuestas, hipódromos y actividad online, con presencia en Europa y Latinoamérica. Además, Grupo Codere, S.A. es una empresa pública que cotiza en la BME.
- **Cobertura sobre la deuda.** A la fecha de análisis, el flujo de ingresos de Alta Cordillera, S.A. ha sido afectado como consecuencia del cese de operaciones por las condiciones económicas afectadas por la pandemia por COVID19. Según el flujo proyectado, el grupo podría presentar un EBITDA negativo para el año 2020, aunque en los años subsiguientes se tendrá una recuperación progresiva generando un EBITDA positivo. Cabe destacar que el plan de emisión de bonos de Codere Trust es reducido en comparación al flujo generado por Alta Cordillera, mostrando un monto de B/. 3 millones en circulación, lo que permite una adecuada cobertura para el pago de sus obligaciones en intereses.

Metodología utilizada

La opinión contenida en el informe se ha basado en la aplicación de la metodología para Calificación de Riesgo de Instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo, acciones preferentes y emisores aprobado el 09 de noviembre de 2017.

Información utilizada para la calificación

- **Información financiera:** Estados Financieros auditados de diciembre 2013 a diciembre 2019 de Alta Cordillera, S.A. y de diciembre 2019 de Codere Trust.
- **Proyecciones financieras:** Proyecciones financieras de 2020 a 2024.
- **Emisión:** Prospecto Informativo del Programa Rotativo de Bonos Corporativos según fue aprobado por la Superintendencia del Mercado de Valores mediante Resolución SMV No. 292-19 de 7 de agosto de 2019.
- **Contrato de Fideicomiso Emisor**
- **Contrato de Cesión Irrevocable de Flujos de Efectivo**

Hechos Relevantes

- A pesar del decreto presidencial que ordenó el cierre efectivo de todos los establecimientos de juego a partir del 15 de marzo de 2020 producto de la pandemia del COVID-19, tanto en junio como en septiembre 2020 Alta Cordillera desembolsó por completo los pagos de intereses correspondientes.

- El 9 de octubre, a través de un decreto presidencial, se habilitaron las aperturas de los establecimientos de juegos de suerte y azar a partir del 12 de octubre de 2020. De este modo, los casinos de Alta Cordillera comenzarán a operar a partir de dicha fecha.

Contexto Económico

A diciembre de 2019, la actividad económica de América Latina y El Caribe, según lo indicado por el Fondo Monetario Internacional, sigue siendo lenta y avanza tenuemente. Para el 2019, el crecimiento estimado de la región fue de 0.1 %, mostrando un crecimiento débil; aunque se proyecta que se recupere en los siguientes periodos y presente un crecimiento de 1.6 % y 2.3 % para 2020 y 2021, correspondientemente. Cabe mencionar que, según datos del FMI, la tasa de crecimiento de 2019 es la más baja desde 2016, año en el que la región sufrió una contracción de 1 % tras el estancamiento en 2015. El decrecimiento en la aceleración vivida en 2019 se debe, entre otras cosas, a las sostenidas tensiones comerciales entre Estados Unidos y China, que afectan a las exportaciones, así como al precio internacional de las materias primas, las cuales son una importante fuente de ingresos para las economías de la región. Aunado a lo anterior, la incertidumbre política y económica en países clave de la región también tuvieron un efecto adverso en la tasa de crecimiento. Según datos del FMI, México y Chile, dichas tasas sufrieron un recorte en sus perspectivas de crecimiento: el primero, consecuencia de la continua debilidad de la inversión y, el segundo, por las tensiones sociales sufridas durante el último semestre del año. De igual manera, se presentaron tensiones políticas y sociales en países como Ecuador, Bolivia y Perú, lo que mitiga el crecimiento de la región y aumenta la incertidumbre. Sin embargo, estas condiciones adversas se vieron moderadas por una revisión del crecimiento al alza de Brasil, tras una mejora de la postura del gobierno respecto a las pensiones y el sector minero, lo que mejora las condiciones de inversión en el país. Se espera que las tensiones financieras globales continúen, a causa de la situación actual del COVID-19, causando condiciones financieras globales restrictivas.

Por su parte, Panamá sigue siendo uno de los países referentes de la región como consecuencia de su dinamismo. El crecimiento de Panamá para el 2019, según datos del Banco Mundial, es de 3.5 %, menor al promedio de los últimos 5 años de 5 %. Esto último, producto de que este año la economía se encontraba en un periodo de recuperación económica, arrastrada de 2018, consecuencia de una disminución causada por el bajo rendimiento en el sector de construcción y servicios, los cuales son sectores importantes para el desempeño de dicho país. Para 2020, el déficit probablemente superará el límite fijado por la regla fiscal de 2,75% del PIB, ya que será necesario respaldar la economía e incrementar el gasto en salud pública dada la actual situación de la COVID-19. Asimismo, se espera que la inflación se mantenga contralada en 2 %. Por su parte, este aumento en su crecimiento actual y proyectado también se ve influenciado por una mayor inversión extranjera directa (IED), la cual, según datos del Instituto Nacional de Estadística y Censo (INEC), a septiembre 2019, había aumentado un 15.9 % (+B/. 4,735 millones) en comparación al mismo periodo del año anterior; influenciado por las actividades de mina y canteras y al comercio al por mayor y minorista. Asimismo, según estadísticos preliminares, se espera que la recaudación fiscal en Panamá disminuya y que el gasto por parte del gobierno aumente, causando un déficit fiscal alto. Las autoridades estiman que, de no corregirse esta tendencia y de no tomar medidas correctivas respecto al gasto presupuestario, el déficit fiscal alcance hasta el 4% del PIB en 2019.

El índice mensual de actividad económica (IMAE) de Panamá creció 3.25 % a septiembre de 2019, según datos del del Instituto Nacional de Estadística y Censo (INEC). Entre las actividades que tuvieron mejor desempeño al tercer trimestre del año, están comercio y logística; el primero incentivado por mayor demanda mayorista y minorista y el segundo incentivado por las actividades del sistema portuario nacional y las operaciones del canal, el cual se amplió. Asimismo, sectores como el de explotación de minas y canteras, el agropecuario y el de suministro de electricidad y agua, tuvieron un buen desempeño. Por su parte, el sector construcción tuvo una desmejora de 2.6 % al tercer trimestre de 2019. Según datos del INEC, los ingresos del canal aumentaron 5.9 % de forma interanual y el valor total de comercio mayorista en la Zona Libre de Colon tuvo un decrecimiento de 11.3 % respecto al mismo periodo de 2018. Panamá cuenta con una calificación de riesgo soberano de BBB+ con perspectiva 'Estable'1, obteniendo una mejora en su calificación (la segunda vez desde 2012), a raíz del consistente crecimiento económico durante los últimos años, por encima de los países pares; su adecuada diversificación económica, que ha contribuido a duplicar el PIB per cápita; a la estabilidad en los cambios de administración y cumplimiento de sus responsabilidades y, a los esfuerzos de fortalecimiento de la transparencia y las regulaciones del sistema financiero.

Contexto Sector

En la República de Panamá, los juegos de azar han sido permitidos desde la Constitución de 1904 y a partir de la Constitución de 1941, en donde se estableció que estos juegos podrían ser sujetos de concesiones administrativas, siempre y cuando estuviesen supervisados y fiscalizados por el Órgano Ejecutivo. Sin embargo, a partir de la Constitución de 1946 se eliminó la posibilidad que las actividades relacionadas con los juegos de azar fueran realizadas por el sector privado. A partir de la década de los noventa y en el marco de las reformas económicas que se implementaron con el fin de liberalizar la economía, se abrieron nuevos espacios al sector privado, y se iniciaron las concesiones a las operaciones de juegos de azar, creando un nuevo marco legal e instancia de supervisión y fiscalización. En este sentido, desde 1998, los juegos de azar en Panamá dejaron de ser administrados por el Estado y la privatización dio lugar a la competencia a través de la entrada de distintos operadores.

Con respecto a la regulación, la industria del juego de azar tiene como marco legal el Decreto-Ley No. 2 del 10 de febrero de 1998. Asimismo, el Ministerio de Economía y Finanzas fiscaliza y supervisa la industria a través de la Junta de Control de Juegos (JCJ). Las actividades de esta industria incluyen rifas, tómbolas, promociones comerciales, juegos transitorios, bingos, salas de máquinas tragamonedas, casinos completos y agencias de apuestas de eventos deportivos. Adicionalmente, los casinos e hipódromos deberán pagar una participación de sus ingresos brutos a la Junta de Control de Juegos (JCJ).

En el año 2015 a través del Decreto Ejecutivo 264 de 2015, el Gobierno implementó un impuesto selectivo al consumo de 5.5% sobre los cupones de pago y fichas que contengan una obligación de pago producto de juegos de azar y apuestas, es decir, el impuesto es cobrado a los jugadores que ganen o pierdan, ya que el establecimiento le debe retener este impuesto del monto que cambia en la caja. A partir de dicho impuesto, la asistencia a casinos ha disminuido y, por lo tanto, se ha dado una caída en las apuestas y en la recaudación tributaria.

Análisis del Fideicomitente

Reseña

Alta Cordillera, S.A. y su subsidiaria Hípica de Panamá, S.A. (Fideicomitente), tiene como principal operación proveer servicios de juegos de azar por medio de la operación de casinos. Alta Cordillera es una sociedad anónima constituida el 18 de julio de 1997, de acuerdo con las leyes de la República de Panamá, la cual firmó un contrato con el Estado Panameño y se le otorgó la concesión para el manejo y administración de los casinos Grupo B, ubicados en los siguientes hoteles: Hotel Panamá, Hotel Washington, Hotel Soloy, Hotel Nacional, Hotel Guayacanes, Hotel Decameron, Hotel Sheraton, Hotel Riande Continental, Hotel Mirage, Hotel Radisson y Hotel Riande Aeropuerto. La sociedad Codere América, S.A.U. posee el 69.5% de las acciones de Alta Cordillera, S.A., la cual es controlada por Codere, S.A. incorporada en España.

Hípica de Panamá, S.A. se constituyó el 11 de abril de 2004, de acuerdo con las leyes de sociedades anónimas de la República de Panamá y su principal actividad son los juegos de azar o actividades que originen apuestas. Hasta el 31 de octubre de 2012, la compañía ha sido controlada por Codere Panamá, S.A. y a partir del 1 de noviembre de 2012, producto de una reorganización societaria en la cual Codere Panamá, S.A. fue absorbida mediante una fusión por Alta Cordillera, S.A. siendo Alta Cordillera la sociedad controladora a partir de esa fecha.

Alta Cordillera, S.A. y Subsidiaria es miembro de un grupo de empresas que tienen administración conjunta y accionistas comunes, por lo que realizan transacciones entre sí. La oficina principal está ubicada en la Ciudad de Panamá, Calle 50, Ave. Elvira Méndez, Edificio Tower Bank, piso 40.

Fideicomiso Emisor:

CODERE TRUST

El Fideicomiso Emisor fue constituido por Alta Cordillera, S.A. (Fideicomitente). Asimismo, Assets Trust & Corporate Services Inc. fue designado como fiduciario de CODERE TRUST de conformidad con el contrato de Fideicomiso para la ejecución de las obligaciones y desarrollo de los propósitos descritos en dicho contrato. El Fideicomiso Emisor es un vehículo de propósito especial con el único objeto de actuar como emisor de Bonos y garante de la emisión.

Gobierno Corporativo

Alta Cordillera, S.A. y Subsidiaria es una persona jurídica bajo la denominación de Sociedad Anónima. El capital social de la compañía totalmente suscrito y pagado está compuesto por 29,900 acciones nominativas con un valor nominal de B/. 1,000 cada una. Por su parte, la reserva patrimonial por fusión de B/. 11,251,028 se originó como consecuencia de la fusión por absorción de Alta Cordillera, Codere Panamá e International Thunderbird. A la fecha, el capital de Alta Cordillera es propiedad en una proporción por 69.5% de Codere América, S.A.U., sociedad que a su vez tiene como accionista final a Codere, S.A. (España). El restante del capital accionario se encuentra distribuido entre otra sociedad relacionada al grupo, Codere Chile Ltda. (5.5%) y una sociedad constituida en Panamá que agrupa a accionistas locales, Ample Fortune (25%). La administración de Alta Cordillera, S.A. y Subsidiaria está conformada por los siguientes miembros:

Accionista	Participación	Plana Gerencial	
		Nombre	Cargo
Codere América, S.A.U	69.5%	Lucas Aleman	Director General
Ample Fortune	25.0%	Carlos de Oliveira	Director de Operaciones Hípicas
Codere Chile Ltda.	5.5%	Carlos Aguado	Director de Auditoría Interna
Total	100.0%	Gabriel Amado	Director de Finanzas
		Yolanda Lima Delgado	Gerente de Asesoría Legal
		Deysi Linan Flores	Director de Recursos Humanos
		Zaira Paz Small	Director de Cumplimiento
		Wilberto Pinilla	Gerente de Vigilancia y Seguridad
		Dayra Velásquez	Sub Director de Producto
		Victor Liao Yau	Gerente de Sistemas Online, Sat e Infraestructura

Fuente: Alta Cordillera, S.A./Elaboración: PCR

Por su parte, el Fideicomiso Emisor (Codere Trust) ha sido constituido con un aporte inicial de US\$ 10,000.00, y ya que es un vehículo legal de propósito especial y no una sociedad, no se aplican los requerimientos de información establecidos en la Sección de Capital Accionario del Acuerdo No. 2-10 del 16 de abril de 2010 de la SMV.

Responsabilidad Social Empresarial

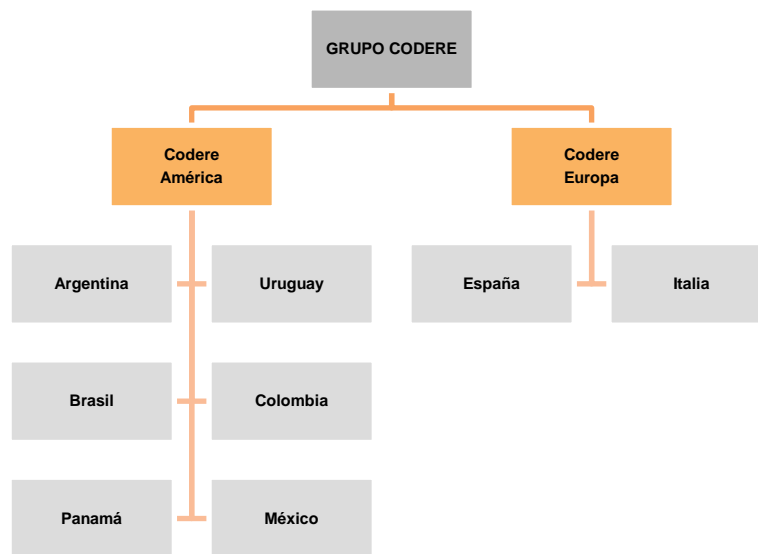
El Consejo de Administración de CODERE, S.A. tiene atribuida la competencia de diseñar, evaluar y revisar las políticas corporativas que rigen las acciones de la sociedad y de las distintas compañías integradas en el grupo. Entre sus políticas, la Responsabilidad Social tiene como objetivo favorecer una cultura, con carácter global, que contribuya a la creación de valor de forma sostenible para la sociedad, los ciudadanos, clientes, accionistas y las comunidades en las que el Grupo desarrolla sus actividades, así como retribuir de forma equitativa a todos los colectivos que contribuyen al éxito de su proyecto empresarial. El Grupo contribuye al desarrollo de las comunidades en las que radica, con medidas dirigidas a fomentar la educación y la cultura, así como proteger a los colectivos vulnerables, tomando en consideración los intereses de su equipo humano, de los accionistas y la comunidad financiera, los organismos reguladores, los clientes, los proveedores, el medioambiente y la sociedad.

Grupo Económico

Codere, S.A. es una multinacional española, referente en el sector del juego privado, con una trayectoria profesional de más de 35 años en el sector. Codere inició operaciones en 1980 en España, como empresa operadora de máquinas de juego y ha diversificado su actividad en la industria. Actualmente opera terminales de juego, salas de juego, puntos de apuestas, hipódromos y actividad online.

El Grupo Codere está estructurado por regiones geográficas y distintas unidades de negocio, desarrollando su actividad en Europa y Latinoamérica. Codere Europa engloba las actividades en España e Italia y Codere Latinoamérica centraliza por países el control de las operaciones de cada una de las áreas de actividad. Desde 2016, la Compañía integra las operaciones de México, Panamá y Colombia bajo la misma dirección. Asimismo, en Madrid se ubican la sede y los servicios centrales de la Compañía, responsable de la estrategia global y de las políticas corporativas, las relaciones institucionales, la gestión de las actividades comunes y la coordinación de la actividad de las unidades geográficas de negocio.

ESTRUCTURA DEL GRUPO ECONÓMICO



Fuente: CODERE, S.A./ Elaboración: PCR

Operaciones y Estrategias

Operaciones

El Fideicomitente Alta Cordillera, S.A. es una empresa que participa en la industria del Juego de Azar y carreras de caballos en la República de Panamá. En Panamá¹ deportivas y 1 hipódromo. Codere Panamá opera el único hipódromo activo en Centroamérica, el Hipódromo Presidente Remón. Junto al Hipódromo, desarrollan su actividad las agencias hípcas que a través del "simulcasting", permiten la apuesta en vivo a las carreras realizadas tanto en el país como en el extranjero. Dichas agencias funcionan comercialmente bajo la marca Turff Bet & Sports Bar. Con respecto a las salas de juego, Codere Panamá gestiona 11 casinos que se integran bajo la marca "Crown", siendo el tercer mercado de salas de juego más grande del Grupo.

¹ Los puntos de apuestas excluyen 41 agencias asociadas para las apuestas hípcas.

Estrategias corporativas

En 2016, Codere Panamá renovó el 19% del parque de máquinas y dentro de la estrategia de optimización del producto existente, hubo más de cincuenta cambios de juegos. Asimismo, durante el 2017 se efectuaron inversiones en Panamá para mantenimiento, las cuales representaron el 16% de la inversión en mantenimiento del Grupo en el año. Esta inversión incluye la renovación de las licencias de ocho de los casinos y la licencia del Hipódromo Presidente Remón, incluyendo las 50 agencias asociadas para las apuestas hípcas y la sala de máquinas Crown. Con esta renovación, las licencias se han extendido hasta el 2038. Asimismo, el 90.9% de los casinos tendrá la cobertura de sus licencias durante la vigencia del Programa Rotativo, estos casinos representan el 95.1% de los ingresos totales de casinos. En el siguiente cuadro se muestra los vencimientos de las licencias:

Casino	Ubicación	Vencimiento Licencia
Hotel Sheraton	Ciudad de Panamá	12-jul-38
Hotel Continental	Ciudad de Panamá	12-jul-38
Hotel Soloy	Ciudad de Panamá	12-jul-38
Hotel El Panamá	Ciudad de Panamá	12-jul-38
Hotel Radisson	Ciudad de Colón	23-sep-30
Hotel Guayacanes	Chitre	15-oct-22
Hotel Nacional	David	12-jul-38
Hotel Mirage	David	12-jul-38
Hotel Riande Aeropuerto	Ciudad de Panamá	12-jul-38
Hotel Aloft	Ciudad de Panamá	5-feb-36
Hipódromo	Ciudad de Panamá	31-dic-37

Fuente: Alta Cordillera, S.A./ Elaboración: PCR

Debilidades

- Los ingresos de Alta Cordillera han tenido un comportamiento decreciente, mostrando una disminución promedio de 2.4% en los últimos cinco años, incidiendo en la utilidad de la entidad.
- Alta Cordillera y Subsidiaria, S.A., como filial de Grupo Codere, es solidaria de las emisiones que tiene el Corporativo, con una calificación internacional B.
- Durante el último año, la empresa ha tenido una alta dependencia de su Casa Matriz, ya que ha adquirido obligaciones financieras con el Grupo dado que se encuentra invirtiendo en la apertura de dos casinos (ampliación del Riande Aeropuerto y apertura de La Chorrera). Sin embargo, anteriormente la compañía era generadora de excedentes de flujos de efectivo, los cuales eran repatriados a Casa Matriz.

Amenazas

- Como resultado de la implementación en el año 2015 del impuesto selectivo al consumo de 5.5% sobre el monto que el jugador cambia en la caja, se ha dado una caída en las apuestas en Panamá.
- Debido a la desaceleración general de la economía panameña, se ha reflejado una menor asistencia a los casinos.
- En Panamá, la industria de juegos de azar es altamente competitiva, por lo que las empresas que pertenecen a este sector deben de implementar fuertes estrategias comerciales.

Posición competitiva

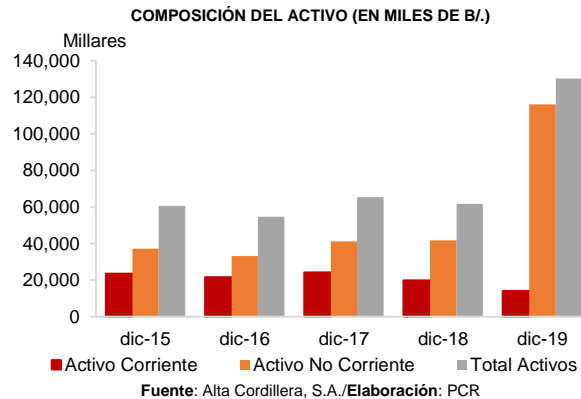
En la industria de Juegos de Azar y apuestas en la República de Panamá existen dos grandes operadores, incluyendo Alta Cordillera, S.A. y Subsidiaria que opera 11 casinos completos en todo el territorio y el único hipódromo que opera en el país. El otro gran operador es Gaming and Services, S.A. que opera salas con máquinas tragamonedas tipo A y cuenta con 27 casinos en todo el país. Asimismo, existen otros operadores de casinos como ACN, S.A., American Gaming Corp., Royal Casino At The Marriott, entre otros.

Análisis Financiero

Activos

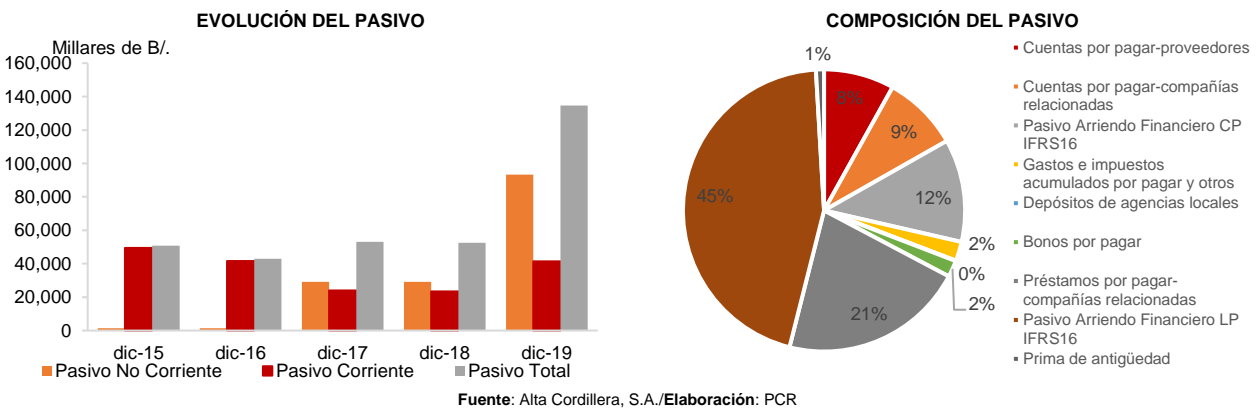
A diciembre de 2019, los activos de Alta Cordillera, S.A. se ubicaron en B/. 130.2 millones, mostrando un alto incremento interanual de B/. 68.5 millones (+1.11 veces), como consecuencia del registro de dos nuevas cuentas contable de activo por derecho de uso dadas las disposiciones de la NIIF16 y de la participación permanente en sociedades. El activo corriente disminuyó en B/. 5.9 millones (-29.4 %) a raíz de la disminución en B/. 2.5 millones (-41.8 %) de las cuentas por cobrar y de la contracción en B/. 3.3 millones (-54.8 %) en el efectivo mantenido. La única cuenta que mostró un incremento fue la de otros activos, la cual aumentó B/. 373.9 millares (+9.3 %), para totalizar un saldo de B/. 4.4 millones.

Por otro lado, los activos no corrientes totalizaron B/. 116.1 millones, mostrando un significativo incremento de B/. 74.3 millones (+1.78 veces). Este importante aumento estuvo liderado por la nueva cuenta registrada en el activo correspondiente a los activos por derecho de uso. Esta cuenta se refiere al valor del activo que actualmente se encuentran arrendando con derecho de compra en el futuro, cuya constitución de esta cuenta dentro del balance corresponde a las nuevas disposiciones de la NIIF16. Esta cuenta totalizó B/. 73.1 millones y representó el 62.9 % del total de los activos no corrientes. Asimismo, las mejoras y los activos intangibles representaron, conjuntamente, el 31.6 % del total de los activos no corrientes; mostrando saldos de B/. 17.3 millones y B/. 19.4 millones, respectivamente.



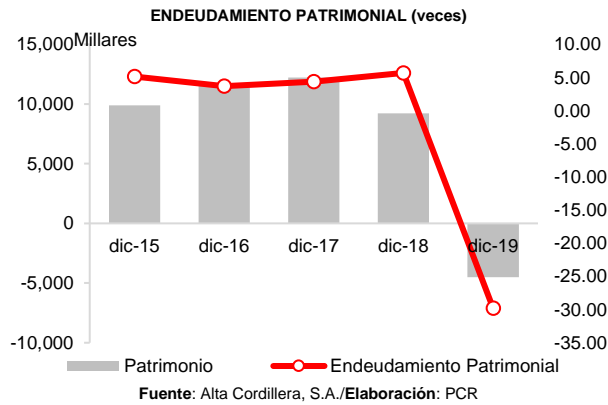
Pasivos

A la fecha de análisis, los pasivos totalizaron B/. 134.7 millones, evidenciando un importante incremento de B/. 82.2 millones (+1.57 veces) derivado del nuevo pasivo registrado como pasivo arriendo financiero (a corto y a largo plazo) como contraparte al registro del activo que se encuentran arrendando. El pasivo corriente totalizó B/. 41.5 millones, mostrando un incremento significativo dado que se registraron mayores cuentas por pagar a proveedores en B/. 4.1 millones (+62.1 %), así como el registro del pasivo arriendo financiero a corto plazo por B/. 15.9 millones. En el pasivo no corriente, se puede observar una nueva cuenta de pasivo arriendo financiero a largo plazo, la cual corresponde al pago de los arrendamientos del activo que se encuentran arrendando, esta totalizó B/. 60.8 millones y representó el 65.2 % del total de los activos no corrientes dado que se observó un pequeño incremento en los préstamos mantenidos con las compañías relacionadas y los depósitos de agencias locales. Por otro lado, La variación de las cuentas por pagar a compañías relacionadas (-17.6 %) es consecuencia de la disminución de la deuda mantenida con Codere New Co. S.A. Mermando esta disminución, las cuentas por pagar con Codere International presentaron un incremento.



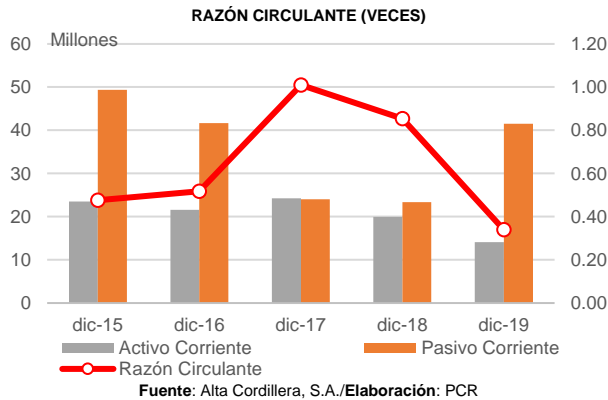
Patrimonio y endeudamiento

Al 31 de diciembre de 2019, el patrimonio de Alta Cordillera y subsidiarias totalizaron un saldo negativo de B/. 4.5 millones, evidenciando una importante contracción de B/. 13.7 millones (-1.49 veces) donde el capital en acciones y la reserva patrimonial por fusión no mostraron variaciones, sin embargo, el déficit acumulado sí mostró un importante incremento de B/. 9.5 millones, generando el mayor impacto en el saldo negativo del patrimonio. Adicionalmente, la participación no controladora presentó un saldo negativo de B/. 1.1 millones, lo que afectó más negativamente al patrimonio. Esta contracción del patrimonio generó indicadores de solvencia y endeudamiento patrimonial negativos. El endeudamiento patrimonial (pasivo/patrimonio) totalizó en -29.8 veces, evidenciando una gran desmejora interanual en comparación al año anterior (diciembre 2018: 5.7 veces) y al promedio de los últimos 5 años anteriores (4.6 veces).



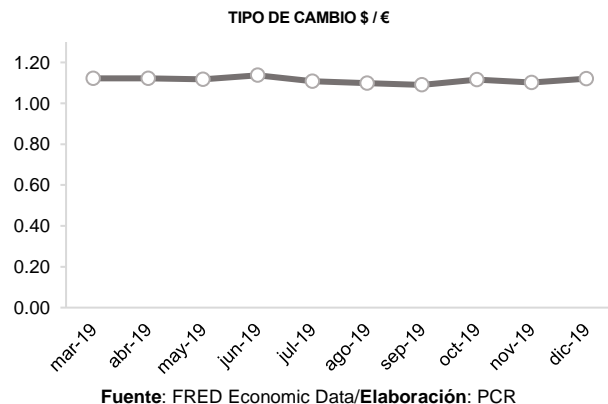
Liquidez y Flujo de Efectivo

Derivado de la disminución del activo corriente en B/. 5.9 millones (-29.4 %) y al fuerte aumento interanual del pasivo corriente en B/. 18.1 millones (+77.7 %), el capital de trabajo totalizó en saldo negativo de B/.27.4 millones, a diferencia del año anterior donde presentó un saldo menos negativo de B/. 3.4 millones por lo que la razón circulante a diciembre 2019 totalizó en 0.34 veces, significativamente inferior en comparación al periodo anterior (diciembre 2018: 0.85 veces). El índice de liquidez inmediata (efectivo y cuentas por cobrar corrientes/pasivos corrientes) se ubicó en 15 % evidenciando niveles más inferiores en comparación al año anterior (diciembre 2018: 51.6 %).



Riesgo Cambiario

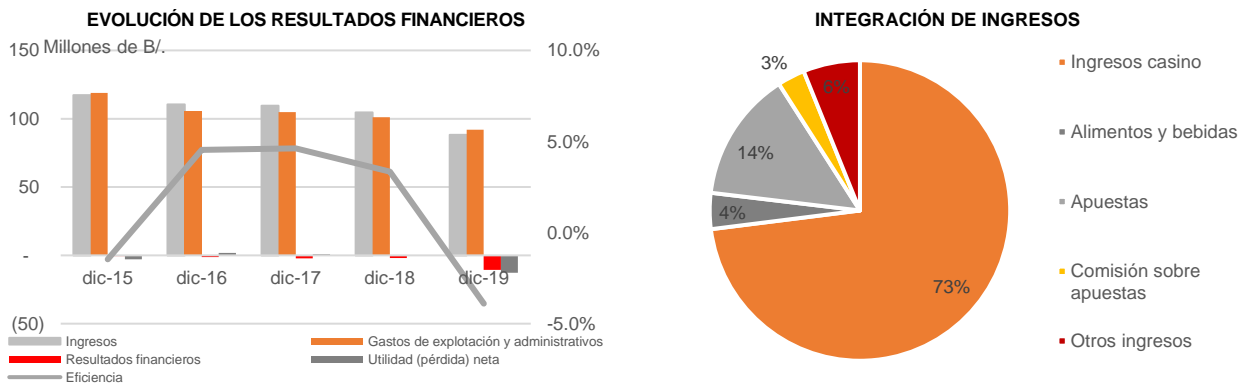
Como resultado de las operaciones que Alta Cordillera, S.A. mantiene con compañías relacionadas en Euros, los resultados pueden ser afectados por los movimientos de dicha moneda. El tipo de cambio se ha mantenido estable durante el año 2019.



Resultados Financieros

A la fecha de análisis, los ingresos de Alta Cordillera totalizaron B/. 88.3 millones, registrando una importante disminución interanual de B/. 16.2 millones (-15.5 %), donde los ingresos por casino disminuyeron B/. 13.8 millones (-17.6 %), alimentos, bebidas disminuyeron B/. 986.6 millares (-22.4 %); mientras que apuestas y comisión sobre apuestas disminuyeron, en conjunto, B/. 1.4 millones (-8.4 %). Los únicos ingresos que se mantuvieron relativamente estables fueron los otros ingresos, los cuales solamente disminuyeron 1 % y corresponden al alquiler, taquilla y transacciones de caja. Por su parte, los gastos de explotación y administrativos también mostraron contracciones interanuales de B/. 9.3 millones, para totalizar B/. 91.9 millones. Esta contracción se debió, principalmente, a las disminuciones presentadas en participación de junta de control de juegos, los gastos de personal y los otros gastos con decrementos interanuales de 15.8 %, 22.1 % y 20.6 %, respectivamente. A pesar de esto, la compañía mostró un nuevo gasto correspondiente a la amortización de derecho de uso por un saldo de B/. 8 millones, el cual se encuentra ligado a las cuentas por arrendamiento presentadas en el balance.

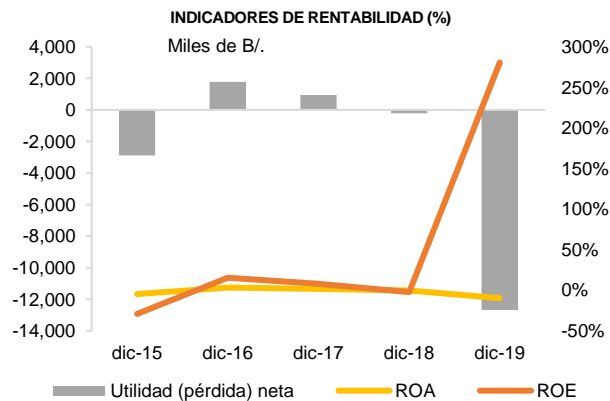
Adicionalmente, los ingresos financieros también disminuyeron B/. 616 millares (-62.1 %) y los gastos financieros aumentaron en B/. 1.2 millones (+44.7 %). Por lo tanto, los resultados financieros netos totalizaron en saldo negativo de B/. 10.7 millones, siendo significativamente menores a los resultados del año anterior (B/. -2 millones). Estos resultados aunados al margen operativo (utilidad o pérdida de explotación) y al ingreso por impuesto sobre la renta (B/. 1.6 millones) ocasionó una desmejora significativa en el resultado neto del ejercicio al pasar de una pérdida de B/. 216 millares, en diciembre de 2018, a una pérdida de B/. 12.7 millones, a la fecha de análisis.



Fuente: Alta Cordillera, S.A./Elaboración: PCR

Rentabilidad

A diciembre 2019 se reportó una pérdida neta de B/. 12.7 millones como consecuencia de la contracción de los ingresos, principalmente en los ingresos por casino, por apuestas y de alimentos y bebidas; así como el pago del arrendamiento y la amortización de derecho de uso. En este sentido los indicadores de rentabilidad ROA y ROE se posicionaron en -9.7% y 280.7%, mostrando importantes desmejoras interanuales (diciembre 2018: ROA -0.3 % y ROE -2.3 %). El resultado positivo presentado por el ratio entre la utilidad del periodo y su patrimonio es un reflejo de la proporción negativa menor de dicha utilidad ante el descenso más importante de este segundo.



Fuente: Alta Cordillera, S.A./Elaboración: PCR

Por otro lado, es relevante resaltar que la Compañía presentó diversos efectos extraordinarios y “de única vez” que han afectado significativamente al resultado neto y al patrimonio neto 2019:

Estado de Resultados (millones de B/.)	2018 Auditado	2019 Auditado	Ajuste IFRS 16	Ajustes saldos 2019	Ajustes saldos antiguos	2019 Normalizado
Total Ingresos de Explotación	104.6	88.3	-	-	-	88.3
Total Gastos de Explotación y Admón.	-101.2	-91.9	3.5	3.1	-	-85.3
Utilidad de explotación	3.4	-3.6	3.5	3.1	-	3.0
Resultados Financieros, netos	-2.0	-10.7	-7.1	1.6	-	-16.1
Utilidad /Pérdida antes de ISR	1.4	-14.3	-3.6	4.7	-	-13.2
Impuesto sobre la renta	-1.7	1.6	0.9	0.4	-	2.8
Pérdida / Ganancia del año	-0.2	-12.7	-2.7	5.1	-	-10.3
Patrimonio Neto al cierre del año	9.2	-4.5	-2.7	5.1	2.6	0.5

Fuente: Alta Cordillera, S.A./Elaboración: PCR

- El **“Ajuste IFRS 16”** (con impacto positivo de B/. 2.7 millones en el resultado neto) corresponde a una nueva normativa obligatoria a efectivos de exposición de los arrendamientos de las sociedades (explicada en la nota 20 de los Estados Financieros auditados 2019).
- El **“Ajuste de saldos 2019”** (con impacto negativo de B/. 5.1 millones en el resultado neto) refiere principalmente a un deterioro de cuentas por cobrar de juego (promotores de juego de casino y agencias hípcas) así como limpieza de saldos del año corriente y con impacto en el Estado de Resultados 2019. Dichos ajustes no tuvieron afectación de flujo alguna ni tendrán afectación contable en los ejercicios sucesivos.
- El **“Ajuste de saldos antiguos”** (con impacto negativo de B/. 2.6 millones en el patrimonio neto) pertenece a una limpieza de saldos diversos de años anteriores al 2019 (motivamos por el hecho relevante publicado a fines de 2019), con impacto únicamente en el Patrimonio Neto al cierre de 2019. Dichos ajustes no tuvieron afectación de flujo alguna ni tendrán afectación contable en los ejercicios sucesivos.

Sin tomar en consideración los ajustes extraordinarios mencionados anteriormente, los indicadores de rentabilidad ROA y ROE se posicionaron en -3.8 % y -83.4 %. Asimismo, vale la pena destacar el incremento en los Activos Totales que ha tenido la compañía en 2019 producto de la entrada en vigor de la normativa IFRS 16 (B/. 74.0 millones).

Instrumento Calificado

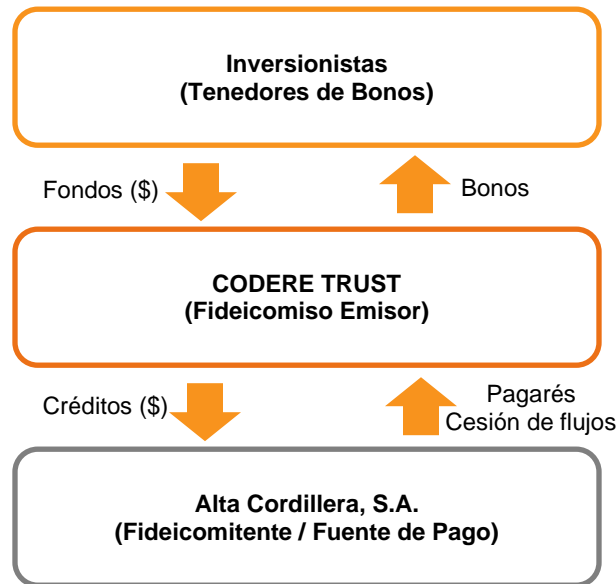
PRINCIPALES TÉRMINOS Y CONDICIONES DE LA EMISIÓN

Características	
Emisor:	CODERE TRUST (Fideicomiso Emisor)
Fideicomitente:	Alta Cordillera, S.A.
Instrumento:	Bonos Corporativos Rotativos
Moneda:	Dólares de Estados Unidos de América
Monto de la Oferta:	Hasta US\$ 25,000,000
Plazo de la emisión:	5 años
Tasa de interés:	La tasa de interés de cada una de las series será comunicada mediante suplemento al Prospecto Informativo enviado a la Superintendencia del Mercado de Valores y a la Bolsa de Valores de Panamá, a más tardar cinco (5) días hábiles antes de la fecha de oferta.
Garantías:	La emisión no cuenta con garantías reales o personales y sus obligaciones serán afrontadas exclusivamente por los Bienes Fiduciarios.
Bienes Fiduciarios:	<p>Aporte inicial de US\$ 10,000</p> <p>El dinero que se reciba producto de la oferta pública y venta de los Bonos en el mercado primario.</p> <p>Derechos Económicos significa todos los valores en efectivo derivados de la operación diaria de los Casinos Crown operados y/o administrados por Alta Cordillera S.A. y Subsidiaria y que representen un ingreso dentro de la operación diaria de dichos casinos y que Alta Cordillera, S.A. y Subsidiaria cede de manera irrevocable, excluyendo expresamente pagos recibidos de dichos establecimientos mediante tarjeta de crédito u otros medios de pago electrónicos. Los 11 establecimientos que conforman los casinos en operación de Alta Cordillera S.A. más el que iniciará operaciones en el último trimestre del año 2019, para un total de 12 establecimientos.</p> <p>Cuentas por cobrar que el Fideicomitente le adeudará al Fideicomiso Emisor en virtud de Créditos que el Fideicomiso Emisor le otorgue al Fideicomitente documentados mediante pagarés hasta por US\$ 25,000,000 más intereses que el Fideicomitente emitirá a favor del Fideicomiso Emisor.</p> <p>Los dineros, bienes, ganancias de capital, intereses, créditos, beneficios, derechos y acciones que dimanen, accedan o se deriven de los Bienes Fiduciarios, incluyendo los Créditos y los Beneficios Económicos en caso de que el Fiduciario proceda con la venta de los mismos de conformidad con los términos de este Contrato de Fideicomiso; y cualesquiera otros bienes que, de acuerdo a instrucciones que el Fideicomitente le presente al Fiduciario, de tiempo en tiempo se incorporen al Fideicomiso de conformidad con sus términos.</p> <p>Reserva para el Pago de Interés: El Fideicomiso Emisor no tiene la obligación de crear esta reserva, y de ser así, se podrá mantener en las cuentas fiduciarias dicha reserva para el pago de interés. El monto de dicha reserva se especificará en el suplemento informativo, de la Serie de los bonos que cuente con dicho fondo de reserva.</p> <p>Fondo de Reserva para Amortización de Capital: No tiene la obligación de crear este fondo, sin embargo, el Fideicomiso Emisor se reserva el derecho de crear dicho fondo y de ser así, podrá mantener en las cuentas fiduciarias dicho fondo. El cronograma y monto de amortización se especificará en el suplemento informativo de la Serie de los bonos que cuente con dicho fondo de reserva.</p>
Forma y denominación de los bonos:	Los Bonos serán emitidos en forma rotativa, global, nominativa, registrada y sin cupones, en denominaciones de (US\$ 1,000) o sus múltiplos.
Pago de Capital:	La Fecha de Vencimiento, así como el cronograma de amortización de capital, si fuese el caso, de cada una de las Series a ser emitidas serán comunicados a la Superintendencia del Mercado de Valores y a la Bolsa de Valores de Panamá, mediante suplemento al Prospecto Informativo a más tardar cinco (5) días hábiles antes de la Fecha de Oferta de la(s) Serie(s) a ser ofrecida(s).
Fechas de Pago:	Los intereses se pagarán trimestralmente al final de cada periodo, hasta la fecha de vencimiento.
Redención anticipada:	El Fideicomiso Emisor podrá determinar al momento de autorizar los términos de cada Serie si los Bonos podrán ser redimidos, así como la fecha desde la cual podrá ejercerse y los términos de la misma. Cualquier redención anticipada, ya sea parcial o total deberá ser efectuada en una fecha designada como Fecha de Pago.
Uso de los fondos:	El Fideicomiso Emisor utilizará los fondos para otorgar Créditos al Fideicomitente, los fondos recibidos por el Fideicomitente serán utilizados para cancelar cuentas por pagar a empresas relacionadas, financiar proyectos de expansión, capital de trabajo y demás usos generales corporativos del Fideicomitente.
Recursos Provenientes de la Emisión:	Los dineros que sean recibidos del público inversionista como producto de la oferta pública y venta de los Bonos en el mercado primario de la República de Panamá.
Agente de Pago, Registro y Transferencia:	Canal Securities, Corp.
Casa de Valores:	Canal Securities, Corp. Y Sweet Water Inc.
Custodio:	Central Latinoamericana de Valores, S.A.
Fiduciario:	Assets Trust & Corporate Services, Inc.

Fuente: Alta Cordillera, S.A./Elaboración: PCR

Estructura del Programa Rotativo

Alta Cordillera, S.A. constituyó un fideicomiso emisor bajo la denominación de Codere Trust, para financiarse en el mercado de capitales a través de la emisión de bonos. En este sentido, Codere Trust emite y coloca los bonos hasta por US\$ 25 millones a través de la Bolsa de Valores de Panamá. Al mismo tiempo, Codere Trust presta los fondos producto de la emisión a Alta Cordillera, S.A. a través de un contrato de crédito que replica los términos de la emisión en donde cada desembolso está respaldado por un pagaré. Alta Cordillera, S.A. utilizará dichos fondos para usos generales corporativos como proyectos de expansión e inversiones de capital. Para respaldar el préstamo, Alta Cordillera cede irrevocablemente los ingresos en efectivo de sus 11 casinos más el que iniciará operaciones en 2019. Por último, Codere Trust les paga a los inversionistas los intereses y el capital correspondiente con los flujos cedidos de Alta Cordillera.



Fuente: Alta Cordillera, S.A./Elaboración: PCR

Garantías

La emisión no cuenta con garantías reales o personales, sin embargo, estará respaldada por los bienes fiduciarios entre los cuales se incluyen:

- **Aporte inicial:** Suma inicial de US\$ 10,000, depositadas en las Cuentas del Fideicomiso.
- **Recursos provenientes de la emisión de bonos:** el dinero que se reciba producto de la oferta pública y venta de los bonos en el mercado primario.
- **Derechos económicos:** Derechos Económicos significa todos los valores en efectivo derivados de la operación diaria de los Casinos Crown operados y/o administrados por Alta Cordillera S.A. y Subsidiaria y que representen un ingreso dentro de la operación diaria de dichos casinos y que Alta Cordillera, S.A. y Subsidiaria cede de manera irrevocable, excluyendo expresamente pagos recibidos de dichos establecimientos mediante tarjeta de crédito u otros medios de pago electrónicos. Los 11 establecimientos que conforman los casinos en operación de Alta Cordillera S.A. más el que iniciará operaciones en el último trimestre del año 2019, para un total de 12 establecimientos.
- **Los Créditos:** Cuentas por cobrar que el Fideicomitente le adeudará al Fideicomiso Emisor en virtud de Créditos que el Fideicomiso Emisor le otorgue al Fideicomitente por un monto de hasta Veinticinco millones de Dólares (US\$25,000,000.00) más intereses. Los Créditos otorgados por el Fideicomiso Emisor al Fideicomitente estarán documentados mediante pagarés hasta por US\$25,000,000.00 más intereses que el Fideicomitente emitirá a favor del Fideicomiso Emisor.
- Los dineros, bienes, ganancias de capital, intereses, créditos, beneficios, derechos y acciones que dimanen, accedan o se deriven de los Bienes Fiduciarios, incluyendo los Créditos y los Beneficios Económicos en caso de que el Fiduciario proceda con la venta de los mismos de conformidad con los términos de este Contrato de Fideicomiso.

BIENES FIDUCIARIOS		
Garantía	Monto	Condición
Aporte inicial	\$10,000	El monto será depositado en las Cuentas del Fideicomiso.
Cesión de Derechos Económicos sobre la operación diaria de 11 casinos Crown más el que iniciará operaciones en 2019 con un total de 12 establecimientos.	\$44,500,000	Todos los valores en efectivo derivado de la operación diaria de los Casinos Crown administrados por Alta Cordillera, S.A. excluyendo pagos recibidos mediante tarjeta de crédito u otros pagos electrónicos, hasta por US\$ 25 millones más intereses.
Pagarés a favor del Fideicomiso Emisor	\$44,500,000	Cuentas por cobrar que el Fideicomitente le adeudará al Fideicomiso en virtud de los créditos que el Fideicomiso Emisor le otorgue al Fideicomitente por un monto de hasta US\$ 25 millones más intereses.

Fuente: Alta Cordillera, S.A./Elaboración: PCR

Adicionalmente, el Fideicomiso Emisor informará a través de Suplemento Informativo, si las Series contarán con otros bienes fideicomitados, los cuales se detallan a continuación:

- **Reserva para el Pago de Interés:** El Fideicomiso Emisor no tiene la obligación de crear dicha reserva, y de ser así, se podrá mantener en las cuentas fiduciarias dicha reserva. El monto de dicha reserva se especificará en el suplemento informativo, de la Serie de los bonos que cuente con dicho fondo de reserva.
- **Fondo de Reserva para Amortización de Capital:** El Fideicomiso Emisor no tiene la obligación de crear este fondo, sin embargo, se reserva el derecho de crear dicho fondo y de ser así, podrá mantener en las cuentas

fiduciarias dicho fondo. El cronograma y monto de amortización se especificará en el suplemento informativo de la Serie de los bonos que cuente con dicho fondo de reserva.

Los flujos de efectivo cedidos al Fideicomiso tendrán el siguiente orden de prelación:

- **Casinos de la Lista A:** se ha estimado que los flujos de efectivo cedidos provenientes de los Casinos de la Lista A satisfacen los requerimientos del Requerimiento Mensual de Reserva para el Pago de Interés y de la Cuenta de Fondo de Amortización de Capital. Los Casinos de la Lista A cuentan con un plazo de hasta el día 20 de cada mes para cubrir estos requerimientos.
- **Casinos de la Lista B:** si llegado el día 20 del mes, los flujos generados por Casinos de la Lista A no han cubierto los requerimientos de la Cuenta de Reserva de Pagos de Intereses y de la Cuenta de Fondo de Amortización de Capital, el Fiduciario dará instrucciones para que los flujos generados por los Casinos de la Lista B sean depositados en la Cuenta de Concentración, en adición a los flujos generados por los Casinos de la Lista A hasta cumplir con los requerimientos.

Asimismo, el Fideicomiso Emisor mantendrá las siguientes cuentas:

- **Cuenta de concentración:** cuenta bancaria de ahorro o corriente donde se depositará el dinero producto de la venta de bonos, la cesión de los derechos económicos provenientes de las operaciones del Fideicomitente, y el dinero que se reciba en virtud de los créditos otorgados al Fideicomitente. El dinero que se reciba de la cesión de derechos económicos será acumulado en esta cuenta hasta alcanzar el Requerimiento Mensual de Reserva para el pago de interés², para pagar los gastos de emisión, para otorgar préstamos al Fideicomitente, constituir la reserva fija de intereses (si se cuenta con esta reserva) y la amortización de capital.
- **Cuenta de reserva de pago de intereses:** El Fideicomiso Emisor no tiene la obligación de crear una reserva de pago de intereses, y de ser así, se podrá mantener en una cuenta bancaria de ahorro o corriente, el saldo correspondiente a los trimestres de pago de intereses sobre el monto emitido y en circulación. El monto de dicha reserva se especificará en el suplemento informativo, de la Serie de los bonos que cuente con dicho fondo de reserva.
- **Cuenta del Fondo de Amortización:** El Fideicomiso Emisor no tiene la obligación de crear un Fondo de Amortización, y de ser así, podrá mantener en una cuenta de inversión dicho fondo. El cronograma y monto de amortización se especificará en el suplemento informativo de la Serie de los bonos que cuente con dicho fondo de reserva. Estos fondos podrán ser invertidos en depósitos a plazo fijo y otros instrumentos de renta fija con vencimientos no mayor a tres años.

Redención Anticipada

El Fideicomiso Emisor podrá determinar al momento de autorizar los términos de cada Serie si los Bonos podrán ser redimidos, así como la fecha desde la cual podrá ejercerse y los términos de la misma. Cualquier redención anticipada, ya sea parcial o total deberá ser efectuada en una fecha designada como Fecha de Pago.

Pago de Capital

La Fecha de Vencimiento, así como el cronograma de amortización de capital, si fuese el caso, de cada una de las Series a ser emitidas serán comunicado a la Superintendencia del Mercado de Valores y a la Bolsa de Valores de Panamá, mediante suplemento al Prospecto Informativo a más tardar cinco (5) días hábiles antes de la Fecha de Oferta de la(s) Serie(s) a ser ofrecida(s). Asimismo, Alta Cordillera, S.A. cuenta con diversas opciones para hacerle frente al pago del capital de los bonos detalladas a continuación:

- **Flujos de la operación:** los flujos derivados de la operación de los casinos son suficientes para cubrir el pago de intereses y amortizar el capital parcialmente, ya que el emisor tiene la facultad de decidir qué series cuentan con un fondo de reserva de amortización.
- **Emisión de nuevas series:** como es un programa rotativo, el emisor tiene la capacidad de emitir nuevas series para repagar los saldos por vencer.
- **Financiamiento privado:** Alta Cordillera, S.A. mantiene relaciones con fondos de capital privado en Estados Unidos especializados en otorgar préstamos a empresas en el sector de juegos de azar, pudiendo acudir a estas líneas para el pago del capital de los bonos.
- **Financiamiento corporativo:** Alta Cordillera, S.A. puede adquirir un préstamo a través del corporativo en España (Grupo Codere) para el pago de los bonos.

Destino de los Recursos

El Fideicomiso Emisor recibirá con el presente Programa aproximadamente US\$24,657,330 neto de comisiones y gastos estimados. El Fideicomiso Emisor utilizará estos fondos para otorgar Créditos al Fideicomitente, los fondos recibidos por el Fideicomitente serán utilizados para cancelar cuentas por pagar a empresas relacionadas, financiar proyectos de expansión, capital de trabajo y demás usos generales corporativos del Fideicomitente.

Por lo tanto, los requerimientos de recursos que serán financiados por el Fideicomiso Emisor estarán a cargo de Alta Cordillera S.A. en calidad de Fideicomitente.

² El valor correspondiente al pago de interés trimestral del monto emitido dividido entre tres (3) ya que los fondos se aprovisionarán mensualmente.

Recursos provenientes de la Emisión de Bonos

Los dineros que sean recibidos del público inversionista como producto de la oferta pública y venta de los Bonos en el mercado primario de la República de Panamá.

Bonos en circulación

Actualmente, Alta Cordillera, S.A. y subsidiarias tiene dos series de su Programa Rotativo de Bonos Corporativos (Serie A y Serie B), sin embargo, solamente una de ellas ha sido colocada. La Serie A tiene un monto colocado de US\$ 3 millones, en donde la última colocación se realizó en marzo de 2020 y la Serie B tiene disponible para colocar los US\$ 3 millones. Una de las diferencias entre cada una de las series radica en la tasa de interés ya que la Serie A paga una tasa de 7.5 % anual, mientras que la Serie B pagaría una tasa de 6.5 % anual. Ninguna de las dos series cuenta con garantías reales o personales y sus obligaciones serán afrontadas exclusivamente por los bienes fiduciarios.

BONOS CORPORATIVOS ROTATIVOS		
Serie:	A	B
Monto inicial:	US\$ 6,000,000	US\$ 3,000,000
Monto total colocado:	US\$ 2,988,000	US\$ 0
Tasa:	7.50 % anual fijo	6.50 % anual
Frecuencia de pago de intereses:	Los días 26 de noviembre, febrero, mayo y agosto de cada año hasta su vencimiento	Los días 11 de diciembre, marzo, junio y septiembre de cada año hasta su vencimiento
Pago de capital:	Al vencimiento	Al vencimiento
Base de cálculo:	Días calendario /360	Días calendario /360
Fecha de oferta:	22 de agosto de 2019	9 de septiembre de 2019
Fecha de emisión:	26 de agosto de 2019	11 de septiembre de 2019
Fecha de vencimiento:	26 de agosto de 2024	11 de septiembre de 2021
Redención anticipada:	Podrán ser redimidos, total o parcialmente, a opción del Emisor, a partir del 26 de agosto de 2022	Los Bonos Corporativos de la Serie B no tendrán redención anticipada
Uso de los fondos	El Fideicomiso Emisor utilizará los fondos para otorgar Créditos al Fideicomitente, los cuales serán utilizados para cancelar cuentas por pagar a empresas relacionadas, financiar proyectos de expansión, capital de trabajo y demás usos generales	El Fideicomiso Emisor utilizará los fondos para otorgar Créditos al Fideicomitente, los cuales serán utilizados para cancelar cuentas por pagar a empresas relacionadas, financiar proyectos de expansión, capital de trabajo y demás usos generales
Garantías	No cuenta con garantías reales o personales y sus obligaciones serán afrontadas exclusivamente por los Bienes Fiduciarios	No cuenta con garantías reales o personales y sus obligaciones serán afrontadas exclusivamente por los Bienes Fiduciarios

Fuente: Alta Cordillera, S.A./Elaboración: PCR

Proyecciones Financieras

A la fecha de elaboración de este informe, el Fideicomiso Emisor realizó ajustes a las proyecciones del flujo de efectivo, tomando en consideración el impacto en la economía en el año 2020 a raíz de la pandemia por COVID19. Es importante mencionar que el flujo de ingresos para el 2020 se ve fuertemente afectado debido al cese de operaciones a inicios del año, este flujo de ingresos toma en consideración la reapertura de los casinos y juegos de azar hasta el mes de octubre. A pesar de la reducción de los gastos operativos, se genera un EBITDA negativo para este año. Para el año 2021 en adelante se espera una recuperación gradual del flujo de ingresos lo que genera un EBITDA positivo para los años subsiguientes.

Dentro de los planes de Alta Cordillera, S.A. se tiene en consideración los gastos por inversión en capital de trabajo, así como inversión en mantenimiento, licencias y una expansión del casino en el sector de La Chorrera, específicamente para el año 2021. Tomando en consideración estos gastos de inversión, se genera un flujo de caja libre negativo para el 2020 y positivo desde el año 2021 al 2024.

Por su parte, a diciembre 2019, se tiene un monto en circulación sobre la emisión de deuda de B/. 3 millones de la Serie A de los Bonos Corporativos Rotativos. Dentro de los planes de emisión de deuda, se espera mantener los B/. 3 millones para el año 2020, luego aumentar a un monto total de B/. 5 millones en el año 2021 y hasta un total de B/. 10 millones para el 2022. Cabe destacar, que el monto esperado de la emisión es pequeño en comparación al flujo de ingresos que se genera por parte del Fideicomiso Emisor, con una cobertura de 2.4 del flujo de caja libre sobre gastos financieros en 2021 y hasta 26.9 en el año 2024. Es importante mencionar, que en caso de ser necesario, el Emisor tiene la garantía de tomar el flujo de ingresos proveniente de Alta Cordillera, S.A. para el pago de los intereses; por lo que a la fecha de análisis, el pago de intereses sobre las series emitidas han sido pagadas.

PRESUPUESTO 2020

Cifras en B/.	2020	2021	2022	2023	2024
Flujo operativo					
Ingresos por juegos - apuestas	23,303,161	73,682,789	89,194,955	98,114,450	103,020,173
Otros ingresos	822,722	3,804,727	4,605,723	5,066,295	5,319,610
Impuestos sobre apuestas	-3,328,537	-10,311,687	-12,482,569	-13,730,826	-14,417,367
Gastos operativos	-23,955,298	-48,946,977	-53,297,820	-57,081,965	-58,223,604
Utilidad operativa	-3,157,952	18,228,851	28,020,289	32,367,954	35,698,811
Gastos de Casa Matriz	-6,263,529	-8,677,828	-9,762,556	-9,762,556	-9,762,556
Utilidad operativa ajustada (EBITDA)	-9,421,482	9,551,023	18,257,732	22,605,398	25,936,255
Depreciación y amortización	-6,941,098	-7,156,966	-7,229,252	-6,993,812	-6,906,669
Utilidad neta (EBIT)	-16,362,580	2,394,057	11,028,481	15,611,586	19,029,585
Flujo de Inversión					
Efectivo en circulación	-165,000	-375,000	-750,000	-750,000	-750,000
Inversiones en capital de trabajo	-1,500,000	-500,000	0	0	0
Mantenimiento	-844,420	-1,977,819	-3,955,637	-3,955,637	-3,955,637
Expansión (Casino La Chorrera - obra 2021)	-2,783,476	-5,800,000	-500,000	0	0
Licencias	0	0	0	0	-1,000,000
Otros	0	0	0	0	0
Flujo de caja	-14,714,377	898,205	13,052,095	17,899,761	20,230,617
Flujo de financiamiento					
Gastos por intereses	225,000	375,000	750,000	750,000	750,000
EBITDA/Gastos Financieros	-41.87	25.47	24.34	30.14	34.58
Flujo de caja / Gastos Financieros	-65.40	2.40	17.40	23.87	26.97

Nota sobre información empleada para el análisis

La información empleada en la presente calificación proviene de fuentes oficiales, sin embargo, no garantizamos la confiabilidad e integridad de esta, por lo que no nos hacemos responsables por algún error u omisión por el uso de dicha información. El informe se trabajó con el Prospecto Informativo y el Contrato de Fideicomiso en versión preliminar.

Anexos

Balance General Alta Cordillera, S.A. y Subsidiaria (Cifras en miles de B/.)	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
Activo					
Activo Corriente	23,486	21,546	24,254	19,927	14,076
Efectivo	4,642	4,153	7,004	5,996	2,710
Cuentas por cobrar	9,433	8,514	7,079	6,055	3,524
Cuentas por cobrar compañías relacionadas	461	459	282	364	364
Inventarios	2,314	2,857	2,767	2,937	2,651
Gastos Pagados por anticipado	1,156	562	871	552	423
Otros activos	5,482	5,000	6,251	4,024	4,398
Activo No Corriente	37,156	33,079	41,135	41,799	116,146
Mejoras, instalaciones técnicas, mobiliario y equipo	13,795	12,996	13,287	16,618	17,257
Activo intangible	19,284	15,965	23,175	20,988	19,394
Cuentas por cobrar	-	-	-	-	73,095
Impuesto sobre la renta diferido	-	-	-	-	73,095
Activo por derecho de uso IFRS16	13,795	12,996	13,287	16,618	17,257
Fondo de cesantía	2,874	2,953	2,390	2,146	1,963
Otros activos no corrientes	538	542	506	515	533
Activos	60,642	54,625	65,389	61,726	130,221
Pasivo					
Pasivo Corriente	49,362	41,646	24,016	23,348	41,489
Cuentas por pagar-proveedores	12,801	8,832	8,751	6,715	10,887
Cuentas por pagar-compañías relacionadas	23,901	24,577	10,245	14,245	11,743
Préstamos por pagar	4,315	519	-	-	-
Pasivo Arriendo Financiero CP IFRS16	-	-	-	-	15,888
Gastos e impuestos acumulados por pagar y otros	4,315	519	-	-	-
Pasivo No Corriente	1,392	1,303	29,154	29,154	93,251
Depósitos de agencias locales	75	87	41	51	66
Bonos por pagar	-	-	-	-	2,555
Préstamos por pagar-compañías relacionadas	-	-	27,550	27,970	28,570
Pasivo Arriendo Financiero LP IFRS16	-	-	-	-	60,818
Prima de antigüedad	1,231	1,216	1,563	1,134	1,243
Otros	86	-	-	-	-
Pasivos	50,753	42,950	53,169	52,502	134,740
Patrimonio					
Capital en acciones	22,425	22,425	22,425	22,425	22,425
Deficit acumulado	-	-	-	8	31
Deficit acumulado	(3,152)	(1,712)	(1,102)	(3,216)	(12,731)
Reserva patrimonial por fusión	(11,251)	(11,251)	(11,251)	(11,251)	(11,251)
Valoración actuarial	-	-	(152)	(152)	(256)
Impuesto complementario	(605)	(680)	(765)	(905)	(1,617)
Participación de la controladora	7,417	8,781	9,155	6,908	(3,399)
Participación no controladora	2,472	2,894	3,064	2,315	(1,120)
Total Patrimonio	9,889	11,675	12,220	9,224	(4,519)
Pasivo+patrimonio	60,642	54,625	65,389	61,726	130,221

Fuente: Alta Cordillera, S.A./Elaboración: PCR

Estado de Ganancias y Pérdidas (Cifras en miles de B/.)	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
Ingresos	117,172	110,507	109,580	104,557	88,318
Ingresos casino	94,462	86,294	83,411	78,300	64,484
Alimentos y bebidas	4,296	4,533	5,022	4,408	3,422
Apuestas	13,619	13,969	14,016	13,643	12,410
Comisión sobre apuestas	2,765	2,973	3,037	2,757	2,606
Otros ingresos	2,030	2,738	4,094	5,449	5,396
Total Gastos de explotación y administrativos	118,913	105,707	104,738	101,165	91,902
Participación de Junta de Control de Juegos	15,738	14,417	13,345	12,742	10,727
Consumos y otros gastos externos	12,884	12,352	13,326	9,112	8,179
Gastos de personal	30,272	21,494	19,008	19,503	15,202
Depreciación y amortización	10,510	9,142	8,935	8,738	8,908
Amortización de derecho de uso	-	-	-	-	8,036
Otros gastos	49,475	48,162	49,860	48,351	38,395
Provisiones para posibles cuentas incobrables	34	140	263	2,719	2,454
Utilidad de explotación	(1,740)	4,801	4,842	3,392	(3,583)
Resultados financieros	(656)	(1,315)	(2,245)	(1,957)	(10,682)
Utilidad antes de impuesto sobre la renta	(2,396)	3,485	2,597	1,436	(14,266)
Impuesto Sobre la Renta	491	1,699	1,650	1,652	(1,579)
Utilidad (pérdida) neta	(2,887)	1,786	947	(216)	(12,687)

Fuente: Alta Cordillera, S.A./Elaboración: PCR