

# Los Castillos

Real Estate, Inc.

Panamá, 11 de enero de 2018

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

Estimada Licda. Cantillo:

Nos permitimos comunicarle como hecho de importancia que el Comité de **Equilibrium Calificadora de Riesgo, S.A.** ha hecho pública, hoy 11 de enero de 2018, su decisión de ratificar la categoría **A+.pa**, con perspectiva Estable, a las tres (3) emisiones de Bonos Corporativos emitidos por **Los Castillos Real Estate, Inc.**, según información interina al 30 de septiembre de 2017.

A su vez, comunican que el informe de calificación de riesgo con los fundamentos de la calificación, estará disponible en la página web: [www.equilibrium.com.pa](http://www.equilibrium.com.pa).

Calificación	Categoría	Definición de Categoría
Bonos Corporativos por hasta US\$25.0 millones	A+.pa	Refleja alta capacidad de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados. La capacidad de pago es más susceptible a posibles cambios adversos en las condiciones económicas que las categorías superiores.
Bonos Corporativos por hasta US\$23.0 millones (Series A y B)	A+.pa	Refleja alta capacidad de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados. La capacidad de pago es más susceptible a posibles cambios adversos en las condiciones económicas que las categorías superiores.
Bonos Corporativos Senior por hasta US\$60.0 millones (Series B, C, D, E, F, G, H, I)	A+.pa	Refleja alta capacidad de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados. La capacidad de pago es más susceptible a posibles cambios adversos en las condiciones económicas que las categorías superiores.
<i>Perspectiva</i>	<i>Estable</i>	

**Página No. 2**  
**Licda. Olga Cantillo**  
**11 de enero de 2018**

La extensión “.pa” indica que está referida a una calificación local (Panamá); es decir, comparable con otras entidades panameñas. Por su parte, los signos “+” y “-” se emplean para expresar menor o mayor riesgo relativo dentro de una misma categoría. La perspectiva indica el escenario más probable de la calificación a futuro.

Sin otro particular, nos suscribimos de usted.

Atentamente,

**LOS CASTILLOS REAL ESTATE, INC.**



Eric T. Cohen S.  
Director / Tesorero



# Equilibrium Calificadora de Riesgo S.A.

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

Ciudad de Panamá, Panamá

### Informe de Calificación

Sesión de Comité: 11 de enero de 2018

Contacto:  
(507) 214-3790

Tomás G. Riley  
Analista Junior  
[triley@equilibrium.com.pa](mailto:triley@equilibrium.com.pa)

Fernando Arroyo  
Analista Líder  
[farroyo@equilibrium.com.pa](mailto:farroyo@equilibrium.com.pa)

\* Para ver resumen de la estructura remitirse al Anexo I.  
\*\* Para definición de categoría y calificación anterior remitirse al Anexo II.

La calificación de riesgo del valor constituye únicamente una opinión profesional sobre la calidad crediticia del valor y/o de su emisor respecto al pago de la obligación representada por dicho valor. La calificación otorgada o emitida no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener el valor y puede estar sujeta a actualización en cualquier momento. Asimismo, la presente Calificación de riesgo es independiente y no ha sido influenciada por otras actividades de la calificadora. El presente informe se encuentra publicado en la página web de la empresa (<http://www.equilibrium.com.pa>) donde se puede consultar adicionalmente documentos como el código de conducta, la metodología de calificación respectiva y las calificaciones vigentes. La información utilizada en este informe comprende los Estados Financieros Auditados al 31 de diciembre de 2014, 2015 y 2016 de Los Castillos Real Estate, Inc. y Subsidiarias, así como también los Estados Financieros No Auditados al 30 de septiembre de 2016 y 2017. Equilibrium comunica al mercado que la información ha sido obtenida principalmente de la Entidad calificada y de fuentes que se conocen confiables, por lo que no se han realizado actividades de auditoría sobre la misma. Equilibrium no garantiza su exactitud o integridad y no asume responsabilidad por cualquier error u omisión en ella. Las actualizaciones del informe de calificación se realizan según la regulación vigente. Adicionalmente, la opinión contenida en el informe resulta de la aplicación rigurosa de la metodología vigente aprobada en Sesión de Directorio de fecha 20/01/2017.

**Fundamento:** Luego de la evaluación realizada, el Comité de Calificación de Equilibrium decidió ratificar la calificación de A+.pa para las tres emisiones de Bonos Corporativos de Los Castillos Real Estate, Inc. y Subsidiarias (en adelante, LOCRE o el Emisor). La perspectiva se mantiene Estable.

La calificación de los instrumentos emitidos por LOCRE se sustenta principalmente por el alto nivel de respaldo que le proporcionan los bienes inmuebles custodiados por Fideicomisos de Garantía. Asimismo, la estructuración de las emisiones establece la cesión de los flujos provenientes de los cánones de arrendamiento que reciben de las subsidiarias del Emisor, los cuales son depositados mensualmente en cuentas de concentración de manera que puedan ser administrados por los Fideicomisos para el repago del Servicio de Deuda. Adicionalmente, en el caso de los bonos corporativos, estos cuentan con la garantía de pólizas de seguro y fianzas solidarias emitidas por las subsidiarias hasta por el monto de cada Emisión a favor de los Tenedores Registrados.

En línea con lo anterior, pondera favorablemente a la calificación, la amplia cobertura que ejerce el valor de los bienes inmuebles sobre el saldo en circulación de la deuda emitida, que, según lo establecido en los prospectos, debe

### Instrumento

Bonos Corporativos

Perspectiva

### Calificación\*

A+.pa

Estable

superar en todo momento el 125%. En ese sentido, al 30 de septiembre de 2017, las Emisiones I, II y III de los bonos corporativos de LOCRE mantenían un respaldo sobre saldo de 724.3%, 375.6% y 146.2% respectivamente.

En relación al manejo de los flujos, aporta positivamente a la calificación el establecimiento de resguardos financieros que son revisados trimestralmente para garantizar el buen desempeño financiero del Emisor, de manera que los flujos generados por su operatividad sean suficientes para cubrir el Servicio de Deuda. Dicho esto, destaca que, al tercer trimestre de 2017, LOCRE se mantiene en cumplimiento de los valores mínimos requeridos.

En adición, aporta de manera favorable la fortaleza financiera del principal arrendatario de las subsidiarias del Emisor y que pertenece al mismo grupo económico, la cadena de tiendas Do It Center, empresa con larga trayectoria en el sector retail dedicada a la compra y venta de mercancía seca en general para el mantenimiento del hogar. Cabe destacar que, como parte del proceso de calificación, Equilibrium realizó una evaluación de las cifras de Do It Center, al ser esta la compañía originadora de los flujos de alquiler que ingresan a LOCRE. En ese sentido, se toma en cuenta que Do It Center registra niveles

de cobertura holgados, factor que actuaría como respaldo ante cualquier eventualidad de estrés financiero.

Por otro lado, dentro de los factores que limitan la calificación, destaca la elevada palanca financiera (Deuda / EBITDA) que ha presentado el Emisor, índice que al 30 de septiembre de 2017 alcanza un nivel de 6.69 veces. Dichos niveles pueden ir aumentando a medida que se coloquen las nuevas series de la Emisión III.

Otro factor fundamental de riesgo consiste en que todas las Emisiones están sujetas a una tasa de interés variable referenciada a la tasa LIBOR 3 meses. Dicha tasa presenta una tendencia al alza que, a la fecha de este análisis ya supera la tasa mínima para la Emisión II y para la Serie B de la Emisión III, además de encontrarse muy cerca de las tasas mínimas establecidas para el resto de las Series de la Emisión III en circulación. Es de señalar que, la Emisión II es la única que cuenta con una tasa de interés máxima, por lo que de continuar la tendencia de la tasa LIBOR 3 meses, el gasto por intereses irá incrementando en cada revisión, situación que podría afectar los niveles de cobertura de servicio de deuda.

Adicionalmente, otro de los elementos que actúan como limitante a la calificación consiste en que las Emisiones I y III cuentan con una opción “put” a favor de los tenedores de

bonos que puede hacerse efectiva a partir del año 10 desde que salió al mercado la primera serie de cada Emisión (año 2018 para la Emisión I y año 2025 para la Emisión III). Sin embargo, el hecho de que la tasa LIBOR 3 meses mantenga su tendencia al alza y consecuentemente el interés a pagar por algunas de las Series se ubique por encima de la tasa mínima, mitiga que los bono-habientes ejecuten esta opción toda vez que la mayoría de ellos son instituciones bancarias de alto nivel que pueden incrementar la rentabilidad de su inversión aprovechando la subida de tasas.

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

#### **Factores críticos que podrían llevar a un aumento en la calificación:**

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

#### **Factores críticos que podrían llevar a una disminución en la calificación:**

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

#### **Limitaciones encontradas durante el proceso de evaluación:**

- Ninguna.

## DESCRIPCIÓN DE LA ESTRUCTURA DE EMISIÓN DE BONOS CORPORATIVOS

### Antecedentes

Los Castillos Real Estate, Inc. y Subsidiarias (en adelante LOCRE o el Emisor) es una sociedad anónima organizada bajo las leyes de la República de Panamá, inscrita en el Registro Público de Panamá en octubre de 2007.

El negocio del Emisor consiste en la compra, venta y arrendamiento de locales de inversión, sin embargo, su principal actividad se basa en brindar financiamiento y obtener capital para la apertura de nuevos locales comerciales para ACE International Hardware, Corp., dueño de la cadena de tiendas Do It Center, perteneciente al mismo grupo económico del Emisor.

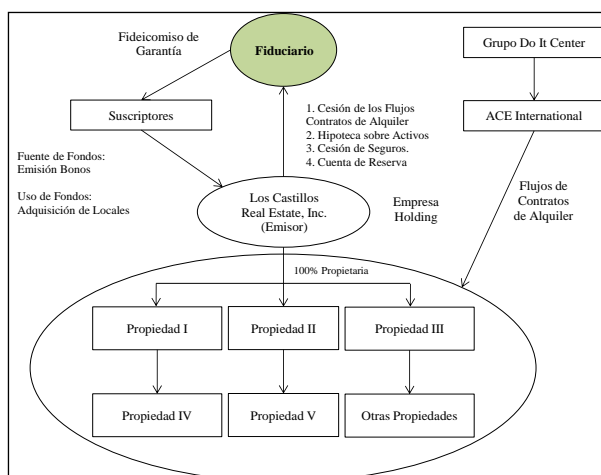
Cada una de las propiedades de LOCRE es administrada por una sociedad, para así facilitar la negociación de los contratos de arrendamiento, además de la debida identificación de las mismas a nivel de Registro Público. La relación de propiedades y las subsidiarias respectivas se presentan en el anexo III. Vale la pena destacar que todas las sociedades listadas en el anexo, excepto Veraguas Properties y France Field Properties, administran un local de Do It Center, quien a su vez se convierte en el arrendatario final de dicha propiedad.

### Estructura

LOCRE ha colocado en el mercado 3 emisiones de bonos corporativos divididas en series. Estas emisiones fueron estructuradas de la siguiente forma:

- Emisión I por hasta USD 25 millones.
- Emisión II por hasta USD 23 millones.
- Emisión III por hasta USD 70 millones (US\$60 millones son Series Senior y US\$10 millones una Serie Subordinada).

Cada emisión es administrada por un Fondo Fiduciario. Las Emisiones I y III administradas, por BG Trust Inc., subsidiaria de Banco General; la Emisión II, administrada por Global Financial Funds Corp., subsidiaria de Global Bank. A continuación, se representa mediante un flujograma la estructura de las emisiones de bonos corporativos:



Fuente: LOCRE / Elaboración: Equilibrium

### Componentes

Los Fideicomisos de Garantía poseen los siguientes bienes los cuales han sido cedidos por parte de LOCRE, con la finalidad de respaldar sus emisiones corporativas:

- La totalidad de los flujos de alquiler de las subsidiarias del Emisor, es decir, los cánones de arrendamiento mensuales que sean percibidos por las propiedades hipotecadas en garantía y que sean devengados por las subsidiarias del Emisor en el desarrollo de su actividad como administrador de inmuebles. Dichos flujos de alquiler serán depositados en Cuentas de Concentración con el agente fiduciario y en una Cuenta de Reserva, que permita cubrir por lo menos los 3 meses siguientes de pago de intereses y capital.
- El saldo depositado en las cuentas de concentración y cuentas de reservas de los distintos fideicomisos.
- Primera hipoteca y anticresis sobre los locales que vayan siendo adquiridos por las subsidiarias del Emisor y cuyo valor de mercado deberá cubrir al menos ciento veinticinco por ciento (125%) del saldo emitido y en circulación de los bonos.
- Pólizas de seguro de los bienes inmuebles cedidos en garantía que permita cubrir el 80% del valor de reposición de las mejoras construidas sobre las fincas cedidas en garantía para la Emisión I y II, y el 100% en el caso de la Emisión III.

### Administración de los flujos

A continuación, se presenta la descripción de las cuentas administradas por el agente fiduciario de cada emisión:

- **Cuenta de concentración:** Los fondos en la Cuenta de Concentración serán distribuidos por el Agente Fiduciario para realizar los pagos de intereses + capital en forma de cascada de acuerdo al orden de prioridades descritas en el prospecto de la emisión, esto puede verse más adelante en el informe.
- **Cuenta de reserva:** Se establecerá dentro del Fideicomiso de Garantía una Cuenta de Reserva en la cual se le harán aportes trimestrales (siempre y cuando se den aumentos en el monto del pago a capital e intereses) según la cascada de pagos descrita en la Cuenta de Concentración del Fideicomiso de Garantía para cubrir tres (3) meses de cuotas de Capital más Intereses de los Bonos. Adicionalmente, se depositará en esta cuenta los fondos pagados al Emisor en concepto de penalidades por cancelación anticipada de cualquiera de los contratos de arrendamiento cedidos en garantía de los bonos. Estos fondos deberán mantenerse en la Cuenta de Reserva hasta tanto el Emisor logre reemplazar dichos contratos con otro u otros por igual valor económico dejado de percibir, en cuyo caso, dichos fondos serían parcial o totalmente devueltos al Emisor. Los fondos en la Cuenta de Reserva podrán ser invertidos en cuentas de ahorro, depósitos a plazo fijo y en títulos valores líquidos que sean aceptables al Emisor y al Agente Fiduciario.

### Mecanismo de Asignación de Flujos

La distribución de los pagos, efectuada por el agente fiduciario de manera trimestral, a través de la cuenta de concentración, se realiza según el siguiente orden de prelación:

- Pago de los gastos generales y administrativos del Emisor que sean presentados y aprobados por el Agente Fiduciario.
- Pago de intereses de las Series Senior de los Bonos.
- Pago de capital de las Series Senior de los Bonos.
- Depósito de los fondos a la Cuenta de Reserva de Servicio de Deuda.
- Para el pago de intereses de la Serie A (subordinada), dividendos o mejoras a las propiedades u otras inversiones de capital, siempre y cuando el Emisor esté cumpliendo con todos los términos y condiciones de los Bonos y mantenga una Cobertura de Servicio de Deuda mínima de 1.20x para las Emisiones I y II, y de 1.25x para la Emisión III. Dicha cobertura debe contemplar los últimos doce meses para las Emisiones I y III (considerando las modificaciones efectuadas en los términos y condiciones); para la Emisión II, la cobertura mantiene los términos y condiciones originales, contemplando los últimos doce meses y los próximos doce meses proyectados a la fecha de dicho cálculo.

#### Destino de los Recursos

El Emisor utilizó los recursos captados de la emisión de bonos para múltiples propósitos, los cuales se listan a continuación:

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

#### Garantías

Los activos hipotecados al Fideicomiso se constituyen como el respaldo de los bonos emitidos por LOCRE, con excepción de la Serie A (Subordinada) de la Emisión III. En adición a esto, los bonos corporativos también cuentan con el respaldo de fianzas solidarias emitidas por las subsidiarias de LOCRE que han hipotecado propiedades y cedido su canon de arrendamiento, según la respectiva emisión, hasta por el monto autorizado de dicha emisión.

#### Resguardos (Covenants)

Los siguientes resguardos aplican para LOCRE, aunque debe tomarse en cuenta que su flujo dependerá de los ingresos que generen sus subsidiarias:

- Mantener en todo momento un ratio de Endeudamiento por hasta 3.50 veces. Este índice se calcula como: Pasivos totales / Patrimonio neto.
- Mantener en todo momento una Cobertura de Servicio de Deuda mínima de 1.05 veces. Dicho indicador se define como: Flujos de Caja Disponible para el Servicio

de Deuda 12 últimos meses / Servicio de Deuda próximos 12 meses. Su cálculo varía dependiendo de la Emisión.

Emisiones I y III	Emisión II
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Flujo de Caja Disponible para el Servicio de Deuda = EBITDA – Pagos de Impuesto sobre la Renta Corriente del periodo – Inversiones de capital – el Cambio anual en <b>Capital de Trabajo</b> de un periodo a otro.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Flujo de Caja Disponible para el Servicio de Deuda = EBITDA – Pagos de Impuesto sobre la Renta Corriente del periodo + o – el Cambio en <b>Capital de Trabajo</b> de un periodo a otro.</li> </ul>

Para las Emisiones I y III, dicho indicador debe contemplar los últimos doce meses (según las modificaciones efectuadas en los términos y condiciones); para la Emisión II, se mantienen los términos y condiciones originales, contemplando los últimos doce meses y los próximos doce meses proyectados a la fecha de dicho cálculo.

- Limitar las Inversiones de Capital a mejoras realizadas a la propiedad y por un monto máximo igual a la suma del Flujo de Caja Libre luego de cubrir los pagos según el orden descrito en la cascada de pagos de la Cuenta de Concentración o mediante aportes de capital de los accionistas.
- Los contratos de arrendamiento que firmen las subsidiarias de LOCRE con su(s) arrendatario(s), deben contar con un plazo mínimo de cinco años, más un periodo de cinco años adicionales. Para el caso de la Emisión III, son diez años mínimo, más cinco años renovables. Adicionalmente, los contratos deben presentar cláusulas de aumentos anuales en los cánones de arrendamiento y que contengan penalidades por cuotas atrasadas o por cancelación anticipada. Además, los contratos deben presentar cláusulas de no salida del arrendatario por un periodo mínimo de 3 años después de la firma del contrato. No menos importante resulta la necesidad de reemplazar un contrato cancelado con otro de igual o mayor valor económico. Es importante mencionar que, los contratos correspondientes a la Emisión I, que originalmente se encontraban constituidos por plazos de cinco años más cinco años adicionales, están siendo renovados por contratos de diez años más cinco años adicionales a medida que vencen sus términos.

#### Eventos de Incumplimiento

Los tenedores de los bonos corporativos podrán solicitar la redención anticipada de las Emisiones en caso de la ocurrencia de los siguientes eventos:

- Incumplimiento en el pago de intereses por más de 5 días hábiles.
- Incumplimiento en el pago de 2 cuotas mensuales de capital consecutivas.
- Cualquier incumplimiento en los términos y condiciones en los Contratos de Alquiler entre las subsidiarias de LOCRE y el arrendatario principal.



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

#### Hechos de Importancia

Como hecho relevante, destaca que el 26 de septiembre de 2017, LOCRE solicitó ante la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) la modificación de los siguiente términos y condiciones de la Emisión III:

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

El 25 de noviembre de 2017 dicha solicitud fue aprobada mediante resolución de SMV por los siguientes términos y condiciones:

- El Emisor tendrá un periodo máximo de cinco años, contados a partir de la fecha de oferta de la Serie A para emitir las Series Senior.

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

#### ENTIDADES PARTICIPANTES

##### Fiduciarios

La estructura de bonos corporativos de LOCRE involucra a dos empresas fiduciarias, BG Trust, Inc., subsidiaria de Banco General, S.A. y Subsidiarias, quien respalda las emisiones I y III; así como a Global Financial Funds,

subsidiaria de Global Bank Corporation y Subsidiarias, quien gestiona la Emisión II.

A continuación, se presentan las principales cifras financieras tanto de Banco General, como de Global Bank Corporation:

##### Banco General, S.A. y Subsidiarias

US\$ miles	2015	2016	Sep.2017
Activos	14,089,367	16,415,824	17,251,809
Patrimonio	1,621,068	1,832,186	2,053,930
Utilidad	328,666	365,388	329,375
ROAA	2.34%	2.34%	2.54%
ROAE	20.83%	21.16%	21.63%

Fuente: SBP / Elaboración: Equilibrium

##### Global Bank Corporation y Subsidiarias

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

Fuente: SBP / Elaboración: Equilibrium

##### Originador

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

Como parte del proceso de calificación de riesgo a LOCRE, Equilibrium realizó una revisión a las cifras financieras de Ace International Hardware, Corp. con el fin de observar el comportamiento de su generación de flujos operativos, para determinar si existe suficiente salud financiera a mediano y largo plazo, así como para medir su capacidad futura de pagar los alquileres cobrados por las subsidiarias de LOCRE, los mismos que eventualmente recibirán los Fideicomisos. En base a dicha evaluación, se ha determinado que el Originador presenta una buena fortaleza financiera para afrontar los pagos del Servicio de Deuda atribuibles a la deuda corporativa de LOCRE.

##### Composición Accionaria, Directorio y Plana Gerencial

El accionariado, directorio y plana gerencial de LOCRE, se presentan en el Anexo IV.

Como hecho de importancia atribuible al Originador, los señores Jason, Michael y Samuel Cohen, hijos de los accionistas, fueron designados Co-Gerentes Generales de la cadena de tiendas Do It Center durante la primera mitad del año 2017, de acuerdo al plan de sucesión familiar. Al mismo tiempo, se nombraron 5 nuevos directores encargados de las principales Divisiones Administrativas de Do It Center: Tomás Fraser – Director de Ventas, Rahamffis García – Director de Logística, Giovanna Sánchez – Directora de Recursos Humanos, Kevin Harrington - Director de Finanzas y Salvador Murillo – Director Comercial.

Adicionalmente, se incorpora el ingeniero José Álvaro Restrepo Arango como nuevo miembro de la Junta Directiva del grupo. El Ing. Restrepo posee amplia experiencia en puestos gerenciales en reconocidas empresas e industrias a

nivel nacional. A la fecha de este análisis, todavía se mantiene pendiente la formalización de su nombramiento en el Pacto Social de Los Castillos Real Estate, Inc. y Subsidiarias.

### ANÁLISIS DE RIESGO DE LA ESTRUCTURA

Cada Emisión de bonos efectuada por LOCRE puede verse negativamente afectada por diversos factores de riesgo, los cuales han sido listados en los Prospectos Informativos correspondientes. Entre los riesgos que merecen mayor atención de cara a la calificación de los bonos corporativos de LOCRE y de acuerdo a la situación actual de la estructura misma de las emisiones, se encuentran los siguientes:

- **Riesgo de Desastre Natural:** La ocurrencia de un desastre natural, particularmente uno que cause daños que excedan la cobertura de las pólizas de seguro, podría tener un efecto adverso significativo en el negocio del Emisor, su condición financiera y sus resultados operativos.
- **Riesgo General del Emisor:** La principal fuente de ingresos de las subsidiarias del Emisor, proviene del arrendamiento de sus activos con ACE International Hardware Corp., empresa relacionada del Emisor. Una baja en los ingresos o flujos de caja del Originador, pudiera consecuentemente afectar la capacidad de pago de los arrendamientos, y por tanto pudiera afectar el desempeño del Emisor y el repago de los Bonos.
- **Riesgo de la Industria:** el Emisor está indirectamente sujeto a las fluctuaciones en la generación de nuevas viviendas o remodelación de las ya existentes y al comportamiento de la actividad macroeconómica del país que pudiera afectar la capacidad de ACE International Hardware, Corp. de arrendar los locales comerciales a las subsidiarias del Emisor.
- **Riesgo de Garantías de la Emisión:** Los bienes otorgados en garantía podrían sufrir una disminución en su valor de mercado, por lo cual su valor de venta en caso de ejecución podría ser inferior al monto de las obligaciones de pago relacionadas a la Emisión.
- **Riesgo del Entorno:** Las operaciones del Emisor y sus clientes están ubicados en la República de Panamá. En consecuencia, la condición financiera y los resultados operativos del Emisor, incluyendo su capacidad de satisfacer las obligaciones de pago concernientes a los bonos, dependen principalmente de las condiciones políticas y económicas prevalecientes de tiempo en Panamá.

### ANÁLISIS FINANCIERO DE LOS CASTILLOS REAL ESTATE INC. Y SUBSIDIARIAS

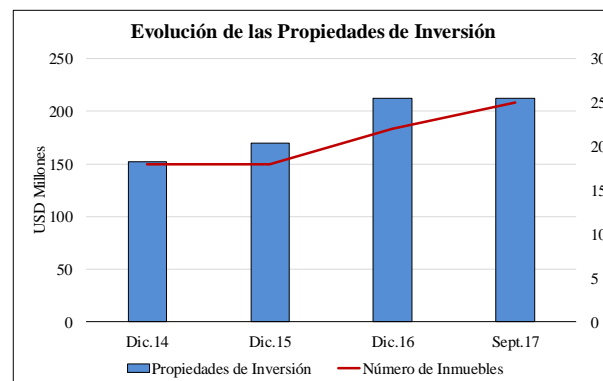
En base a acuerdos de confidencialidad firmados entre LOCRE y Equilibrium, a lo largo del presente informe no se presentan cifras correspondientes a Ace International Hardware, Corp. o sus afiliadas, sino que el análisis se centrará en las cifras del Emisor únicamente.

#### Activos y Liquidez

Al 30 de septiembre de 2017, los activos de LOCRE ascienden a US\$223.2 millones, registrando un crecimiento de 21.2% en comparación al mismo periodo del año anterior. Dicho crecimiento se debe principalmente al

incremento de las propiedades de inversión (+20.4%), rubro que representa el 95.1% de los activos totales. El incremento de este rubro es consecuencia de los aumentos en el valor razonable de las propiedades producto de estudios de avalúos efectuados al cierre de los ejercicios en conjunto con la compra de nuevos inmuebles para la apertura de nuevas sucursales de Do It Center.

Como se puede observar en el gráfico a continuación, el incremento de las propiedades de inversión se mantiene influenciado por la adquisición de nuevos inmuebles para la apertura de nuevas tiendas Do It Center:



Fuente: LOCRE / Elaboración: Equilibrium

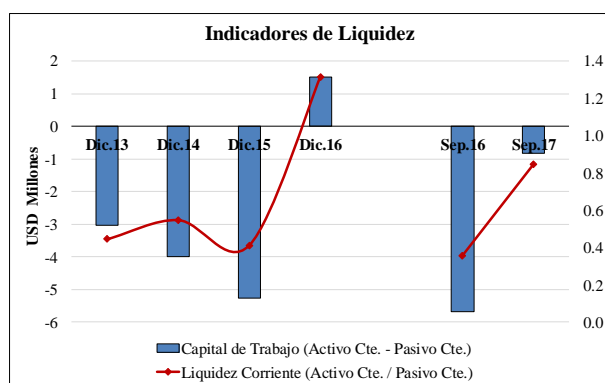
Adicionalmente, se inauguró la sucursal de Do It Center Santa María que en la actualidad se encuentra arrendada por el Originador con opción a compra.

Todas las propiedades que posee el Emisor son registradas inicialmente a su costo de adquisición o de construcción, para luego ser ajustadas a valor de mercado actual. Dicho ajuste permite estimar el respaldo de las garantías asociadas a los fideicomisos de cada emisión. Toda propiedad que se adquiera en el futuro, será hipotecada a los fideicomisos como garantía para respaldar a los inversionistas tenedores de sus bonos corporativos.

Por otro lado, otro de los rubros principales dentro de los activos de LOCRE lo conforman los Depósitos en Fideicomisos, mismos que corresponden a los flujos que mantiene el Emisor dentro de las cuentas de concentración para el repago del servicio de deuda. Al 30 de septiembre de 2017, dicho rubro asciende a US\$3.0 millones y representa el 66.5% de los activos corrientes.

En relación a la liquidez del Emisor, en términos interanuales se observa una mejora en el índice de liquidez corriente, valor que pasa de 0.36 veces a 0.85 veces al cierre de septiembre de 2017. Esta mejora se debe principalmente a la disminución de 38.9% del pasivo corriente dado a que, para finales del 2016, con la salida al mercado de la Serie D de la Emisión III de bonos corporativos, LOCRE canceló la totalidad de su deuda bancaria. La gráfica a continuación muestra la evolución de los indicadores de liquidez:



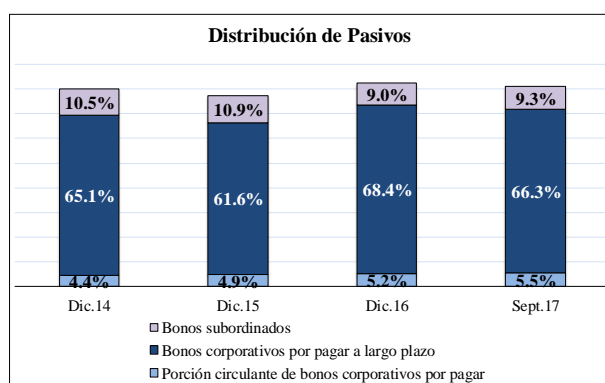


Fuente: LOCRE / Elaboración: Equilibrium

Cabe resaltar que, dado a la naturaleza del negocio de LOCRE, es común que se registren indicadores de liquidez corriente relativamente ajustados y capital de trabajo negativo, toda vez que su principal activo productivo lo conforman sus propiedades de inversión, por lo que su capacidad de afrontar sus obligaciones a corto plazo es medida a partir de los flujos operativos provenientes del alquiler de las mismas.

### Estructura Financiera y Solvencia

Al 30 de septiembre de 2017, los pasivos de LOCRE totalizaron US\$84.9 millones, mostrando un crecimiento de 9.5% en comparación al mismo periodo del año anterior. En ese sentido, la Deuda Financiera Neta asciende a US\$68.9 millones y representa el 81.1% de la totalidad de los pasivos. El incremento de los pasivos se debe principalmente a la salida al mercado de la Serie D de la Emisión III de bonos corporativos, lo que conlleva a un aumento de la Deuda Financiera de 5.1%. Cabe destacar que, a la fecha de este análisis, el 100% de la Deuda Financiera proviene exclusivamente de los bonos en circulación. La gráfica a continuación detalla la composición de los principales pasivos del Emisor:

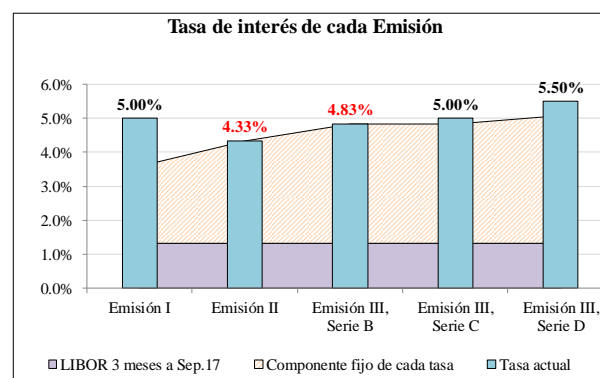


Fuente: LOCRE / Elaboración: Equilibrium

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

Por otro lado, los bonos corporativos de LOCRE fueron emitidos a una tasa variable referenciada al LIBOR 3 meses

más un componente diferencial fijo, estableciendo además una tasa mínima. A continuación, se presenta una gráfica que muestra la evolución de las tasas de interés de cada Emisión:



Fuente: LOCRE / Elaboración: Equilibrium

Haciendo referencia a la gráfica anterior, al 30 de septiembre de 2017, la tendencia al alza de la tasa LIBOR 3 meses ha llevado a que el interés a pagar sobrepase la tasa mínima establecida tanto para la Emisión II (4.25%) como para la Serie B de la Emisión III (4.75%). A su vez, se observa que para las Series C y D de la Emisión III, se está próximo a alcanzar las tasas mínimas, situación que resultaría en un aumento en los costos financieros del Emisor. En ese sentido, de continuar esta tendencia, habrá que analizar detalladamente qué tanto puede llegar a afectar en el corto plazo dicho escenario en la solvencia de LOCRE, toda vez que solamente se estableció una tasa máxima para la Emisión II.

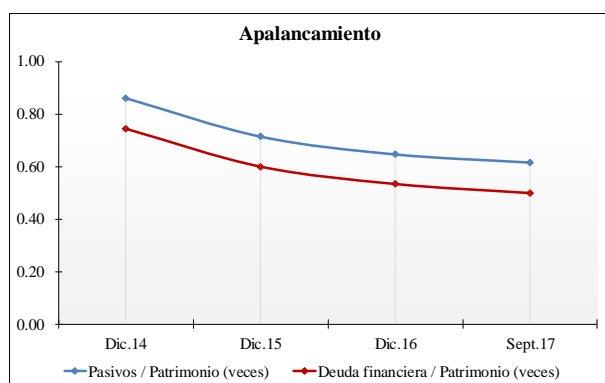
Uno de los principales retos a los que se enfrenta LOCRE es la de hacer frente a sus compromisos de corto plazo, dado que tienen la obligación de amortizar interés y capital de forma mensual a los tenedores de sus bonos. Para garantizar estos pagos, uno de los resguardos financieros (covenants) que debe cumplir es el de mantener una Cobertura de Servicio de Deuda mínima de 1.05 veces. Al 30 de septiembre de 2017, dicho resguardo se cumple de acuerdo al siguiente cuadro:

Al 30 de septiembre de 2017	LOCRE II Original	LOCRE I y III Modificado
Flujo Disponible para el Servicio de Deuda	9,464,362	9,829,486
Total de Servicio de Deuda	7,600,318	7,600,318
Cobertura de Servicio de Deuda (>1.05x)	1.25	1.29

Fuente: LOCRE / Elaboración: Equilibrium

Los términos y condiciones para los cálculos del Flujo disponible para el Servicio de Deuda y el Total de Servicio de Deuda están pactados en el prospecto de cada emisión de bonos.

A su vez, el Emisor tiene la obligación de cumplir con un apalancamiento máximo de 3.5 veces su patrimonio. A la fecha de este análisis, LOCRE mantiene un apalancamiento contable de 0.61 veces, cumpliendo dicho resguardo con holgura. En la gráfica que se muestra a continuación se observa la evolución de los indicadores de apalancamiento:



Fuente: LOCRE / Elaboración: Equilibrium

Asimismo, la Entidad en todo momento tiene que asegurarse que el valor de mercado de sus propiedades debe representar, por lo menos, 125% del saldo en circulación de sus bonos, lo que es aplicable para cada una de sus emisiones de bonos corporativos. El cuadro que se presenta a continuación refleja el saldo en circulación de cada emisión al cierre de septiembre de 2017:

En US\$ millones	Emisión I	Emisión II	Emisión III
Monto Original de la Emisión	25.0	23.0	70.0
Saldo al 30.09.17	11.7	16.7	40.4
Valor de Propiedades	85.0	62.8	59.2
Cobertura Actual > 125%	724.3%	375.6%	146.2%

Fuente: LOCRE / Elaboración: Equilibrium

Al 30 de septiembre de 2017, el patrimonio neto alcanza los US\$138.2 millones, presentando un crecimiento de 21.2% con respecto al mismo periodo del ejercicio anterior. Este crecimiento es propio del cambio en el valor razonable de las propiedades de inversión, toda vez que dicho aumento se ve reflejado en el estado de resultados en el rubro de utilidades retenidas de periodos anteriores (+29.6%).

### Generación, Eficiencia y Rentabilidad

Al 30 de septiembre de 2017, los ingresos de LOCRE ascienden a US\$8.8 millones, registrando un crecimiento de 15.4% en relación al mismo periodo del año anterior. Los ingresos generados provienen de los contratos de alquiler de 23 bienes inmuebles pertenecientes a las subsidiarias del Emisor, los cuales se encuentran todos hipotecados a los distintos fideicomisos que garantizan las emisiones de bonos corporativos. A medida que se vayan adquiriendo nuevas propiedades, sus hipotecas serán incorporadas en los fideicomisos, creando un efecto directamente proporcional en la generación de ingresos operativos. A su vez, todos los contratos son de larga duración, además de contener cláusulas de incremento anual de los cánones de arrendamiento, lo que garantiza la generación futura de flujo operativo para el repago oportuno de su deuda.

En línea con el párrafo anterior, como ya se mencionó, la mayor parte de las propiedades de LOCRE son arrendadas por la cadena de tiendas Do It Center (perteneciente al mismo grupo económico), por lo que actúa como el Originador de los flujos. Dadas las condiciones establecidas en la emisión de bonos, Equilibrium realizó una revisión

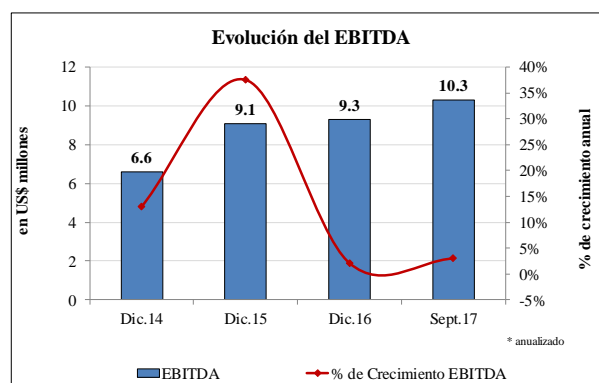
detañada de los estados financieros consolidados de Do It Center, validando su fortaleza financiera.

Por otro lado, el margen operativo alcanza el 90.5% de los ingresos totales, dado a que el gasto operativo de la Entidad es relativamente bajo al recibir apoyo administrativo por parte de su compañía relacionada (Grupo Do It Center).

En relación a los gastos financieros, al 30 de septiembre de 2017 los mismos ascienden a US\$2.9 millones, registrando un incremento de 11.1% en comparación al mismo trimestre del año anterior. Este incremento se encuentra ligado al incremento de la deuda financiera, además de verse afectada por la subida de la tasa LIBOR 3 meses mencionada en puntos anteriores.

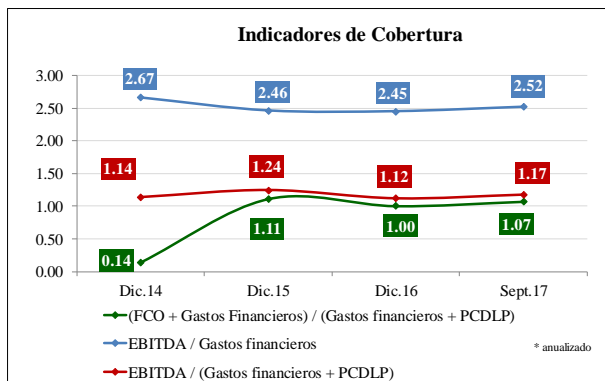
Para los primeros nueve (9) meses del año, el aumento de los ingresos por alquiler llevó a que la utilidad neta de LOCRE registre un crecimiento de 16.9% al compararse con el mismo periodo del año anterior, totalizando US\$3.7 millones. En ese sentido, los indicadores de rentabilidad medidos por medio del retorno promedio de activos (ROAA) y retorno promedio para el accionista (ROAE) presentan niveles de 16.1% y 26.7% respectivamente, sin mostrar variaciones significativas al compararlos con el cierre fiscal de 2016.

Por otro lado, en relación al EBITDA, el Emisor registra un aumento interanual de 3.0%, llevando a que el mismo alcance términos relativos de 89.3% de los ingresos operativos. La evolución del EBITDA se comporta de manera muy similar a los ingresos, por lo que se espera que su tendencia se mantenga con los años con el aumento anual de los cánones de arrendamiento y con la adquisición de nuevos inmuebles, considerando que los gastos generales de LOCRE no representan un peso significativo sobre los ingresos totales. A continuación, se presenta de forma gráfica la evolución anual del EBITDA:



Fuente: LOCRE / Elaboración: Equilibrium

Al 30 de septiembre de 2017, la Cobertura de Servicio de Deuda a través del EBITDA alcanza un nivel de 1.17x, presentando una mejora con respecto al 1.12x registrado al cierre de 2016. Dicho nivel se mantiene en cumplimiento del valor mínimo establecido. En la gráfica siguiente se presentan los principales indicadores de cobertura:



Fuente: LOCRE / Elaboración: Equilibrium

Adicionalmente, se observa una ligera mejora en el índice de cobertura de servicio de deuda a través del Flujo de Caja

Operativo manteniendo niveles superiores a 1.00x desde el 2015 a la fecha, factor favorable en términos de operatividad de negocio.

Por otro lado, el índice de palanca financiera (Deuda financiera / EBITDA) se mantiene como uno de los elementos principales de riesgo, alcanzando un nivel de 6.69x al 30 de septiembre de 2017. Cabe señalar que, a fin de año se espera que salga al mercado la Serie E de la Emisión III, por lo que este índice puede verse afectado en el corto plazo a medida que incrementa la deuda financiera. Si bien, el apalancamiento financiero de LOCRE es elevado, actúa como mitigante el hecho de que el 93.0% de la deuda financiera corresponde al largo plazo.

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

	Dic.14	Dic.15	Sep.16	Dic.16	Sep.17
<b>ACTIVOS</b>					
Efectivo y equivalentes de efectivo	1,881	791	171	2,726	739
Depósitos en fideicomiso	2,719	2,645	2,753	3,154	3,025
Cuentas por cobrar - otras	101	121	125	125	131
Cuentas por cobrar - compañías relacionadas	0	0	0	0	0
Gastos e impuestos pagados por anticipado	127	122	94	294	653
<b>ACTIVOS CORRIENTES</b>	<b>4,828</b>	<b>3,680</b>	<b>3,143</b>	<b>6,299</b>	<b>4,547</b>
Propiedades de inversión	151,944	169,851	176,223	212,198	212,198
Cuentas por cobrar - otras	227	185	150	137	96
Adelanto a compra de activo	6,174	3,746	4,630	4,519	6,283
Otros activos	39	39	39	39	39
<b>ACTIVOS NO CORRIENTES</b>	<b>158,384</b>	<b>173,821</b>	<b>181,042</b>	<b>216,893</b>	<b>218,616</b>
<b>TOTAL DE ACTIVOS</b>	<b>163,212</b>	<b>177,501</b>	<b>184,185</b>	<b>223,192</b>	<b>223,163</b>
<b>PASIVOS</b>					
Préstamo bancario por pagar	4,882	4,882	4,595	0	0
Porción circulante de bonos corporativos por pagar	3,346	3,627	3,946	4,522	4,696
Cuentas por pagar - otras	0	25	20	92	105
Adelantos recibidos de clientes	41	20	20	20	20
Gastos e impuestos acumulados por pagar	554	388	227	167	559
<b>PASIVOS CORRIENTES</b>	<b>8,823</b>	<b>8,942</b>	<b>8,808</b>	<b>4,801</b>	<b>5,380</b>
Bonos corporativos por pagar a largo plazo, excl. porción circulante	49,140	45,515	49,085	59,877	56,285
Bonos subordinados	7,901	8,060	7,911	7,914	7,925
Cuentas por pagar - compañías relacionadas	0	0	0	0	0
Interes sobre bonos por pagar	0	0	0	0	0
Impuesto sobre la renta diferido	9,637	11,414	11,748	14,972	15,346
<b>PASIVOS NO CORRIENTES</b>	<b>66,677</b>	<b>64,990</b>	<b>68,744</b>	<b>82,764</b>	<b>79,557</b>
<b>TOTAL DE PASIVOS</b>	<b>75,500</b>	<b>73,932</b>	<b>77,552</b>	<b>87,564</b>	<b>84,937</b>
<b>PATRIMONIO DE LOS ACCIONISTAS</b>					
Capital social	3,245	3,245	3,245	3,245	3,245
Utilidades del periodo	18,952	15,942	3,174	32,169	3,710
Utilidades retenidas de periodos anteriores	65,804	84,756	100,698	100,698	131,867
Impuesto complementario	(289)	(374)	(484)	(484)	(596)
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>87,711</b>	<b>103,569</b>	<b>106,633</b>	<b>135,628</b>	<b>138,226</b>
<b>TOTAL DE PASIVOS Y PATRIMONIO</b>	<b>163,212</b>	<b>177,501</b>	<b>184,185</b>	<b>223,192</b>	<b>223,163</b>

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

	Dic.14	Dic.15	Sep.16	Dic.16	Sep.17
<b>INGRESOS OPERATIVOS</b>	<b>7,484</b>	<b>10,044</b>	<b>7,517</b>	<b>10,380</b>	<b>8,673</b>
Ingresos por alquileres	7,484	10,044	7,517	10,380	8,673
Costo de ventas	0	0	0	0	0
<b>MARGEN DE CONTRIBUCIÓN</b>	<b>7,484</b>	<b>10,044</b>	<b>7,517</b>	<b>10,380</b>	<b>8,673</b>
<b>Gastos de ventas, generales y administrativos</b>	<b>868</b>	<b>945</b>	<b>676</b>	<b>1,085</b>	<b>826</b>
Gastos de alquiler	223	223	168	223	168
Honorarios profesionales	88	38	63	167	126
Impuestos	335	344	246	371	332
Seguros	121	165	138	188	154
Otros gastos	100	175	62	135	46
<b>UTILIDAD OPERATIVA</b>	<b>6,616</b>	<b>9,100</b>	<b>6,841</b>	<b>9,294</b>	<b>7,848</b>
<b>Otros ingresos, neto</b>	<b>17,714</b>	<b>13,214</b>	<b>30</b>	<b>31,161</b>	<b>27</b>
Cambio neto en el valor razonable de propiedades de inversión	17,666	13,166	0	31,121	0
Otros ingresos	48	49	30	40	27
<b>UTILIDAD OPERATIVA ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS</b>	<b>24,330</b>	<b>22,314</b>	<b>6,871</b>	<b>40,456</b>	<b>7,875</b>
<b>Gastos de financiamiento</b>	<b>2,476</b>	<b>3,694</b>	<b>2,636</b>	<b>3,791</b>	<b>2,927</b>
Gasto de intereses sobre bonos	1,788	3,255	2,421	3,380	2,802
Gasto de intereses sobre préstamos	510	289	44	202	0
Amortización de costos diferidos por emisión de deuda	78	134	112	149	126
Servicios bancarios	100	17	59	59	.2
<b>UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO SOBRE LA RENTA</b>	<b>21,855</b>	<b>18,620</b>	<b>4,235</b>	<b>36,665</b>	<b>4,947</b>
Impuesto sobre la renta, neto	2,903	2,678	1,062	4,496	1,237
<b>UTILIDAD NETA</b>	<b>18,952</b>	<b>15,942</b>	<b>3,174</b>	<b>32,169</b>	<b>3,710</b>

## LOS CASTILLOS REAL ESTATE, INC. Y SUBSIDIARIAS

INDICADORES FINANCIEROS	Dic.14	Dic.15	Sep.16	Dic.16	Sep.17
<b>SOLVENCIA</b>					
Pasivos / Patrimonio	0.86	0.71	0.73	0.65	0.61
Deuda Financiera / Pasivo	0.86	0.84	0.85	0.83	0.81
Deuda Financiera / Patrimonio	0.74	0.60	0.61	0.53	0.50
Pasivo / Activo	46.3%	41.7%	42.1%	39.2%	38.1%
Pasivo Corriente / Pasivo total	11.7%	12.1%	11.4%	5.5%	6.3%
Pasivo No Corriente / Pasivo total	88.3%	87.9%	88.6%	94.5%	93.7%
Deuda Financiera / EBITDA	9.87	6.82	6.55	7.78	6.69
<b>LIQUIDEZ</b>					
Liquidez Corriente (Activo Cte. / Pasivo Cte.)	0.55	0.41	0.36	1.31	0.85
Prueba Ácida (Activo Cte. - Inventario - Gastos pagados x anticipado / Pasivo Cte.)	0.53	0.40	0.35	1.25	0.72
Liquidez Absoluta (Efectivo / Pasivo Cte.)	0.52	0.38	0.33	1.22	0.70
Capital de Trabajo (Activo Cte. - Pasivo Cte.)	(3,996)	(5,262)	(5,665)	1,498	(833)
<b>GESTIÓN</b>					
Gastos Financieros / Ingresos	33.1%	36.8%	35.1%	36.5%	33.8%
<b>RENTABILIDAD</b>					
Margen Bruto	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
Margen Operativo	88.4%	90.6%	91.0%	89.5%	90.5%
Margen Neto	253.2%	158.7%	42.2%	309.9%	42.8%
ROAA	13.2%	9.4%	9.5%	16.1%	16.1%
ROAE	24.2%	16.7%	16.7%	26.9%	26.7%
<b>GENERACIÓN</b>					
FCO	-1,650	4,435	3,402	4,539	4,167
FCO anualizado	-1,650	4,435	5,899	4,539	5,305
EBITDA	6,616	9,100	6,841	9,294	7,848
EBITDA anualizado	6,616	9,100	10,001	9,294	10,301
Margen EBITDA	88.4%	90.6%	91.0%	89.5%	90.5%
<b>COBERTURAS (datos anualizados)</b>					
EBITDA / Gastos Financieros	2.67	2.46	2.71	2.45	2.52
EBITDA / Servicio de Deuda	1.14	1.24	1.31	1.12	1.17
FCO + Gastos Financieros / Gastos Financieros	0.33	2.20	2.60	2.20	2.30
FCO + Gastos Financieros / Servicio de Deuda	0.14	1.11	1.26	1.00	1.07

Covenants	Dic.14	Dic.15	Sep.16	Dic.16	Sep.17
Cobertura de Servicio de Deuda (>1.05x) - Emisión I y III	-	-	1.46	1.35	1.29
Cobertura de Servicio de Deuda (>1.05x) - Emisión II	-	-	1.20	1.55	1.25
Pasivos / Patrimonio (<3.5x)	0.86	0.71	0.73	0.65	0.61



**ANEXO I**  
**RESUMEN DE LA ESTRUCTURA DE EMISIÓN DE BONOS CORPORATIVOS**

EMISIÓN I, SERIE A	
<b>Activos cedidos en garantía</b>	Primera hipoteca y anticresis sobre las Fincas que vayan siendo adquiridas por las subsidiarias del Emisor. Cesión de los cánones de arrendamiento mensuales que sean percibidos por las propiedades cedidas en garantía y que sean devengados por las subsidiarias del Emisor en el desarrollo de su actividad como administrador de inmuebles.
<b>Originador</b>	Ace International Hardware Corp. y afiliadas
<b>Emisor</b>	Los Castillos Real Estate, Inc. y Subsidiarias (LOCRE)
<b>Garantías</b>	Fideicomiso de Garantía, además de fianzas solidarias de las subsidiarias que aportan propiedades al Fideicomiso correspondiente a la Emisión.
<b>Resguardos Financieros</b>	Aplicables al Emisor, según lo expresado en el informe.
<b>Fiduciario</b>	BG Trust, Inc.
<b>Redención Anticipada</b>	Parcial o totalmente en cualquier día de pago a partir del 5to año. Las condiciones detalladas se pueden observar en el prospecto.
<b>Opción de Venta “Put” por parte de los Tenedores Registrados</b>	Los Tenedores de Bonos tendrán la opción de vender al Emisor al 100% del valor insoluto de capital al final del 10mo año. Dicha opción deberá ser notificada durante el periodo de 180 días y 270 días previos al 10mo año.
<b>Monto de la Emisión</b>	Hasta por US\$25 millones.

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

EMISIÓN III, SERIES B, C, D, E, F, G, H, I	
<b>Activos cedidos en garantía</b>	Primera hipoteca y anticresis sobre las Fincas que vayan siendo adquiridas por las subsidiarias del Emisor. Cesión de los cánones de arrendamiento mensuales que sean percibidos por las propiedades cedidas en garantía y que sean devengados por las subsidiarias del Emisor en el desarrollo de su actividad como administrador de inmuebles.
<b>Originador</b>	Ace International Hardware Corp. y afiliadas
<b>Emisor</b>	Los Castillos Real Estate, Inc. y Subsidiarias (LOCRE)
<b>Garantías</b>	Fideicomiso de Garantía, además de fianzas solidarias de las subsidiarias que aportan propiedades al Fideicomiso correspondiente a la Emisión. En adición, existe cesión irrevocable e incondicional de los contratos de arrendamiento celebrados entre las subsidiarias del Emisor, en calidad de arrendador, y ACE International Hardware, Corp. y otras, en calidad de arrendatarios, sobre las Fincas.
<b>Resguardos Financieros</b>	Aplicables al Emisor, según lo expresado en el informe.
<b>Fiduciario</b>	BG Trust, Inc.
<b>Redención Anticipada</b>	Parcial o totalmente a partir del 3er año. Las condiciones detalladas se pueden observar en el prospecto.
<b>Opción de Venta “Put” por parte de los Tenedores Registrados</b>	Los Tenedores de Bonos tendrán la opción de vender al Emisor al 100% del valor insoluto de capital al final del 10mo año. Dicha opción deberá ser notificada durante el periodo de 180 días y 270 días previos al 10mo año.
<b>Monto de la Emisión</b>	Hasta por US\$70 millones (US\$10 millones corresponden a Serie A Subordinada)

**DETALLE DE LOS INSTRUMENTOS CALIFICADOS**

	Emisión I	Emisión II		Emisión III		
	Serie A	Serie A	Serie B	Serie B	Serie C	Serie D
<b>Saldo en circulación (US\$)</b>	11,739,095	7,454,569	9,267,472	14,580,094	6,049,681	11,890,213
<b>Plazo</b>	17/11/2023	22/12/2026	21/12/2027	26/12/2029	15/12/2031	27/12/2031
<b>Tasa (anual)</b>	LIBOR 3 meses + 2.25%, mínimo 5%	LIBOR 3 meses + 3%, mínimo 4.25%	LIBOR 3 meses + 3%, mínimo 4.25%	LIBOR 3 meses + 3.50%, mínimo 4.75%	LIBOR 3 meses + 3.50%, mínimo 5.00%	LIBOR 3 meses + 3.75%, mínimo 5.50%
<b>Fecha de colocación</b>	17/11/2008	22/12/2011	21/12/2012	26/12/2014	15/02/2016	27/12/2016
<b>Amortización</b>	Mensual	Mensual	Mensual	Mensual	Mensual	Mensual

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

Instrumento	Calificación Anterior (Al 31.03.17) *	Calificación Actual	Definición de Categoría Actual
Bonos Corporativos por hasta US\$25.0 millones	A+.pa	A+.pa	Refleja alta capacidad de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados. La capacidad de pago es más susceptible a posibles cambios adversos en las condiciones económicas que las categorías superiores.
Bonos Corporativos por hasta US\$23.0 millones (Series A y B)	A+.pa	A+.pa	Refleja alta capacidad de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados. La capacidad de pago es más susceptible a posibles cambios adversos en las condiciones económicas que las categorías superiores.
Bonos Corporativos Senior por hasta US\$60.0 millones (Series B, C, D, E, F, G, H, I)	A+.pa	A+.pa	Refleja alta capacidad de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados. La capacidad de pago es más susceptible a posibles cambios adversos en las condiciones económicas que las categorías superiores.

\*Informe Publicado el 25 de agosto de 2017.

**ANEXO III**  
**RELACIÓN DE PROPIEDADES Y SUBSIDIARIAS**

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

Fuente: LOCRE / *Elaboración: Equilibrium*

**ANEXO IV**  
**Accionistas al 30.09.2017**

<b>Accionistas</b>	<b>Participación</b>
Alex Alberto Cohen Solís	25.0%
Enos & Shipping Trading Corp.	25.0%
Fundación Ivanco	25.0%
Mahalo Investment Corp.	25.0%
<b>Total</b>	<b>100%</b>

Fuente: LOCRE / *Elaboración: Equilibrium*

**Directorio al 30.09.2017**

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

Fuente: LOCRE / *Elaboración: Equilibrium*

**Plana Gerencial al 30.09.2017**

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



© 2018 Equilibrium Calificadora de Riesgo.

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

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

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

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

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

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

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