

# *Tamir Interinvest, S.A.*

TUMBA MUERTO, CALLE 58 OESTE, LA LOCERIA  
EDIF. SUPER HALLEY.  
TELS. 236-4214/1991

Panamá, 30 de octubre de 2020

Señora

Olga Cantillo

Vicepresidenta Ejecutiva y Gerente General

Bolsa de Valores de Panamá, S.A.

Estimada Licenciada Cantillo:

Sirva la presente para saludarle, y deseo de éxito en sus delicadas funciones.

Por este medio adjuntamos vía correo el Informe de Calificación de Riesgo de Tamir Interinvest, S.A.

Agradezco de antemano su atención

Atentamente,



---

Zahi Izhak Maoz  
Presidente  
Tamir Interinvest, S.A.  
Emisor

## TAMIR INTERINVEST, S.A.

<b>Comité No. 35/2020</b>	
<b>Informe con EEFF auditados al 31 de diciembre de 2019</b>	<b>Fecha de comité: 12 de junio de 2020</b>
Periodicidad de actualización: Anual	Sector Retail/Panamá
<b>Equipo de Análisis</b>	
Felipe Cabrera <a href="mailto:fcabrera@ratingspcr.com">fcabrera@ratingspcr.com</a>	Iolanda Montuori <a href="mailto:imontuori@ratingspcr.com">imontuori@ratingspcr.com</a> (502) 6635-2166

<b>HISTORIAL DE CALIFICACIONES</b>	
Fecha de información	<b>dic-19</b>
Fecha de comité	12/06/2020
Programa de Bonos Corporativos	PA BBB+
Perspectiva	Estable

### Significado de la Calificación

**Emisiones. Categoría BB:** Emisiones situadas por debajo del grado de inversión. Se estima que su flexibilidad financiera pudiera limitar su cumplimiento al vencimiento. La calidad de estas emisiones puede fluctuar con frecuencia, por lo que se consideran especulativas

*Con el propósito de diferenciar las calificaciones domesticas de las internacionales, se ha agregado una (PA) a la calificación para indicar que se refiere sólo a emisores/emisiones de carácter domestico a efectuarse en el mercado panameño. Estas categorizaciones podrán ser complementadas si correspondiese, mediante los signos (+/-) mejorando o desmejorando respectivamente la clasificación 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 esta, 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 se fundamenta en la naturaleza como vehículo del emisor, lo que resulta en una cobertura ajustada, la cual proviene de la cesión de flujos proveniente de la compañía operativa. Asimismo, se consideran los ajustados niveles de rentabilidad y solvencia propios de la operación. La calificación también considera que la emisión de Bonos Corporativos podrá estar garantizada por medio de un fideicomiso de garantía.

### Perspectiva

Estable

### Resumen Ejecutivo

- **Apropiada Cobertura de la Deuda:** Los flujos de Tamir Interinvest provienen de las cuentas por cobrar con las compañías relacionadas, en este caso Beker, S.A. quien aporta los flujos necesarios para pagar la deuda. Debido a la naturaleza de vehículo que mantiene el emisor, los flujos provenientes de las cuentas por cobrar mantienen coberturas ajustadas en el caso de los pagos de amortización, iniciando con coberturas de 1.4 veces y finalizando con una cobertura del 100% al final de 2026. Los gastos financieros, por otra parte, inician con una cobertura de 1.4 veces y mantienen una tendencia al alza debido al cobro cada vez menor proporcionalmente de los intereses. El repago de la deuda total presenta una cobertura ajustada al 100% durante el período de repago de la deuda, exceptuando el primer año, en donde la cobertura se mantiene al 80%, y donde los accionistas se harían cargo de aportar capital para este pago.
- **Respaldo de Beker, S.A:** La emisión cuenta con un respaldo basado en los flujos de Beker, S.A. Esta sociedad opera “Picadilly” un almacén por departamentos con presencia en dos de los mayores centros comerciales de Panamá. El flujo operativo proveniente de las operaciones regulares de Beker será destinado para pagar las amortizaciones de la emisión a través de dos contratos de arrendamiento con empresas relacionadas y una estructura de cuentas por cobrar con Tamir Interinvest, S.A. Estos contratos de arrendamiento proveen a Beker de los locales en los centros comerciales, en donde podrán operar regularmente.
- **Naturaleza de Tamir Interinvest:** Esta sociedad fue creada como un vehículo para emitir instrumentos de deuda a favor de Mazjia, S.A. y Zijama, S.A. Estas sociedades utilizaron el efectivo de la emisión para la compra

de dos locales comerciales en Mega Mall y Santiago Mall, que serán arrendados posteriormente. Tamir Interinvest cuenta con el respaldo de los accionistas en común que comparte con estas sociedades

- **Garantías y Respaldos de los Bonos:** El programa de bonos corporativos está estructurado por Global Bank Corporation y están garantizados por un Fideicomiso de Garantía y Administración que garantiza el pago de ciertas series de la emisión. El fideicomiso consiste en una cuenta de concentración en Global Bank Corporation, una cuenta de reserva, la cesión de los flujos provenientes de los contratos de arrendamiento de Mazija y Zajima, así como la primera hipoteca y anticresis de ambos locales comerciales dentro de Mega Mall y Santiago Mall.
- **Rentabilidad y Solvencia de acuerdo con la emisión:** La emisión cuenta con ingresos operativos mínimos, que provienen de intereses cobrados por mantener la cuenta de reserva en una cuenta de ahorro. El capital contable de la sociedad presenta un déficit patrimonial derivado del desbalance que existe entre los activos y los pasivos como producto de la emisión de los bonos corporativos. Sin embargo, dado el propósito de vehículo y considerando los flujos de las empresas relacionadas, el grupo económico cuenta con flujos suficientes para cubrir los pagos de la emisión y mantener la cuenta de reserva.

### Metodología Utilizada

*La opinión contenida en el informe se ha basado en la aplicación de la metodología para Calificación de riesgos 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 2015 a diciembre 2019 para TAMIR INTERINVEST, S.A. y BEKER, S.A., así como los avalúos a 2018 para MAZIJA, S.A. y ZIJAMA, S.A.
- **Contratos de arrendamiento:** Contratos de arrendamiento de MAZIJA, S.A. y ZIJAMA, S.A. con BEKER, S.A. con el detalle de los pagos.
- **Perfil de la empresa:** Perfil de BEKER, S.A., misión, visión, detalle operativo y del mercado.
- **Riesgo de Liquidez y Solvencia:** Proyecciones financieras de 2020 a 2025.
- **Emisión:** Prospecto Definitivo de Bonos Corporativos
- **Contrato de Fideicomiso:** como garantía de la emisión.
- **Flujos Financieros:** Proyecciones de flujos para Tamir Interinvest, S.A y Beker, S.A

### Limitaciones encontradas para la calificación

- La nota del presente Programa de Bonos Corporativos se ve limitada por la continuidad del Fideicomiso de garantía que respalde la emisión de las series subsecuentes, así como las emitidas.
- En el contexto de la pandemia global del COVID-19, la nota también se ve limitada a la capacidad de Beker, S.A. de seguir proveyendo flujos suficientes para el repago de la deuda, considerando que esta empresa pertenece al sector de ventas al por menor.

### Contexto Económico

Para 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, las tasas de crecimiento sufrieron un recorte en comparación a las perspectivas esperadas: 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, causando condiciones financieras globales restrictivas. Sin embargo, también se espera que las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China mejoren y que, por tanto, la perspectiva de crecimiento mundial también lo haga.

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. Sin embargo, según datos del Banco Mundial, se proyecta que para el 2020 el crecimiento ascienda a 4.2 % y para el 2021 y 2022 a 4.6 % y 4.8 % respectivamente. Retomando así su tendencia de los últimos 5 años y confirmando su dinamismo. 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'<sup>1</sup>, 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 términos generales, las perspectivas del sector son moderadas para el 2020, considerando que la perspectiva económica puede ser moderada para este período. En términos cualitativos, la reforma a la ley de tasas preferenciales para incentivar los créditos hipotecarios puede mejorar el sector inmobiliario, específicamente en el sector de vivienda, con la esperanza de revitalizar la inversión en el sector de construcción. No obstante, el sector construcción se puede ver afectado desde el punto de vista rentable debido al alza de los salarios para los próximos cuatro años, especialmente en obras del sector público que posee una mayor participación en mano de obra que el sector privado.

### *Sector Construcción:*

El sector construcción se ha visto afectado por el ciclo económico de Panamá, el exceso de oferta en el sector inmobiliario no permite a las constructoras recuperar el capital para invertir en nuevos proyectos. El número de edificaciones culminadas para el tercer trimestre fue mayor al mismo período del año anterior, de igual forma, el número de nuevas edificaciones en vivienda individual se redujo. La agilización de trámites para aprobación de proyectos de construcción por parte de la DOYC podría ser un factor favorable en este sector.

Es importante considerar que la rentabilidad en los proyectos públicos se puede ver afectada debido a la carga de mano de obra y el aumento en los salarios por la convención colectiva 2018-2020. A pesar de que el sector privado tiene una carga menor en mano de obra, debido a uso de maquinaria y equipo, es un factor a considerar y no se puede pasar por alto en dichos proyectos.

### *Sector Inmobiliario:*

Si bien en los últimos años el sector inmobiliario había presentado un crecimiento, la reducción en este sector en septiembre de 2019 es una muestra del desarrollo moderado de los dos últimos años, reflejando la sobreoferta de casas y apartamentos en el país. Según datos del INEC, para el tercer trimestre de 2019 el número de edificaciones culminadas de casas y apartamentos aumentó notablemente, con un total de 4,952 edificaciones (tercer trimestre 2018: 2,403 edificaciones).

Los factores que generan expectativa a la mejora del sector vivienda es la reforma a la ley de tasas preferenciales, incentivando a familias jóvenes y nuevos profesionales que tengan un acceso más flexible a préstamos hipotecarios, para fomentar la venta de casas y apartamentos dentro de la banda de precios entre 120 a 180 mil balboas. En adición, el nuevo gobierno ha mostrado un interés en reactivar la economía de este sector, realizando el pago de deuda de 438.8 a los bancos por concepto de intereses preferenciales.

## **Análisis de la empresa**

### **Reseña**

Tamir Interinvest S.A, es una sociedad anónima debidamente organizada y existente de conformidad con las leyes de la República de Panamá, mediante Escritura Pública fechada al 13 de mayo de 2014. Esta sociedad ha sido constituida como un vehículo jurídico cuya finalidad es la emisión de bonos de deuda corporativa en el mercado público de valores. El destino de los bonos colocados por la sociedad será para otorgar facilidades crediticias a empresas que mantienen accionistas en común con el Emisor. Sin embargo, estas no consolidan ya que no son subsidiarias del mismo.

Las compañías relacionadas a Tamir Interinvest, S.A., son Zijama S.A., Mazija, S.A., BEKER, S.A., entre otras. Tanto Zijama, S.A. como Mazija, S.A son sociedades cuya principal actividad consiste en la compra de terrenos y bienes inmuebles y su posterior arrendamiento, en este caso, a BEKER, S.A. para el funcionamiento habitual de esta última.

Beker, S.A, es una sociedad anónima constituida mediante Escritura Pública No.883 de 17 de enero de 2002. En la actualidad opera cuatro almacenes por departamento, bajo el nombre comercial Picadilly Store, ubicados en Centro Comercial Los Andes, San Miguelito; Chiriquí David, El Carmen; Centro Comercial Mega Mall Nuevo Tocumen y Centro Comercial Santiago Mall, Santiago. Esta sociedad se dedica a la compra y venta al por menor de ropa, accesorios, artículos para el hogar, calzados, muebles, línea blanca, perfumes, articulo escolares, juguetería, electrodomésticos, ferretería, venta de productos farmacéutico sin receta, venta de alimentos.

### **Gobierno Corporativo**

Tamir Interinvest, S.A. interactúa con otras empresas que tienen accionistas en común, que ejercen influencia en las decisiones administrativas y de operaciones de todas las empresas relacionadas y, por lo tanto, las operaciones de Tamir Interinvest, S.A. reflejan intereses comunes. Asimismo, no cuenta directamente con personal y las funciones administrativas son realizadas por los ejecutivos y accionistas de las otras empresas. El capital social está compuesto por 500 acciones comunes, nominativas sin valor nominal. La junta directiva se compone de acuerdo con el siguiente cuadro:

<b>Junta Directiva</b>	
<b>Nombre</b>	<b>Cargo</b>
Zahi Izhak Maoz	Presidente / Tesorero
Ronen Maoz	Secretario
Candida M. Saavedra Quintero	Directora

Fuente: Tamir Interinvest, S.A./Elaboración: PCR

De acuerdo con el Pacto Social, todas las acciones tendrán los mismos derechos y privilegios, y cada acción tendrá derecho a un voto en todas las Juntas Generales de Accionistas. Según el artículo octavo del Pacto Social, la sociedad tendrá un mínimo de tres (3) directores. Adicionalmente, en las sesiones de Junta Directiva y de la Junta General de Accionistas, cualquiera de sus miembros podrá ser representado y votar por medio de un mandatario que no necesariamente tiene que ser ni director ni accionista.

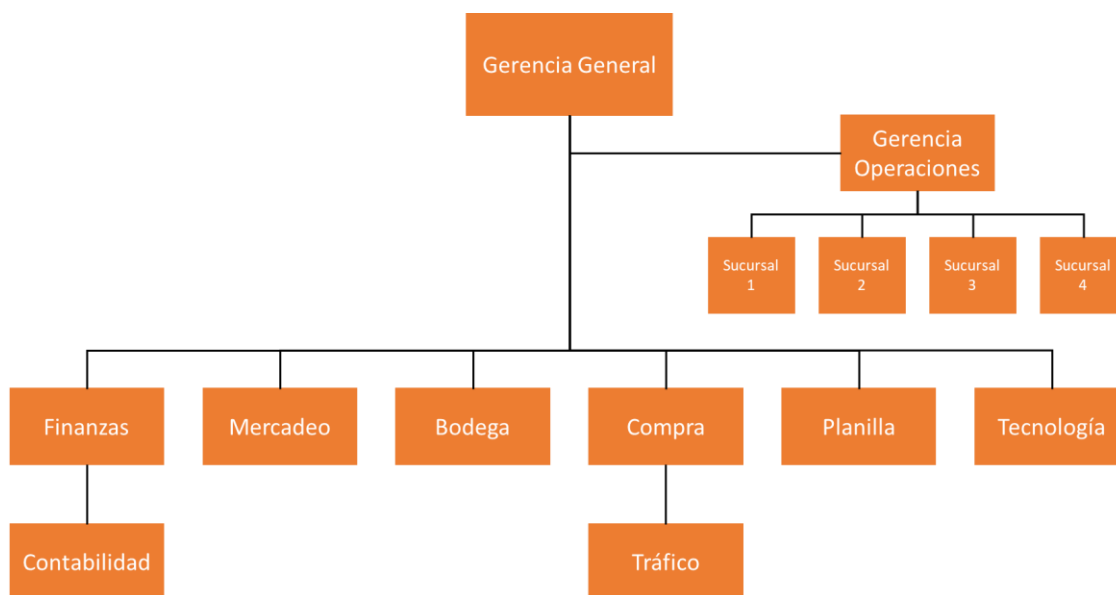
Debido a su naturaleza como vehículo de emisión, el Emisor no ha adoptado los principios y procedimientos de Buen Gobierno Corporativo dentro de la organización, de conformidad con estándares internacionales y con las guías y principios recomendados por la Superintendencia del Mercado de Valores.

### **Grupo Económico**

Tamir Interinvest, S.A., es una empresa creada para actuar como vehículo para la emisión del Programa de Bonos Corporativos que serán utilizados para extender facilidades de crédito a las compañías relacionadas (Mazija, S.A., Zijama, S.A. y Beker, S.A.) que, a su vez, utilizan dichas facilidades de crédito para cancelar deudas existentes y financiar sus proyectos.

Por su naturaleza de vehículo para la emisión, Tamir Interinvest no cuenta con un organigrama propio para determinar la composición laboral de la compañía. Sin embargo, la estructura de Beker, S.A, como la empresa principal dentro del grupo de empresas con accionistas en común

### ORGANIGRAMA BEKER, S.A.



Fuente: Tamir Interinvest, S.A./Elaboración: PCR

### Operaciones y estrategias

Beker, S.A. es la sociedad propietaria y administradora de los almacenes por departamentos “Picadilly Store”. Posee a la fecha de este informe 4 sucursales. Dos de las sucursales de esta cadena se encuentran ubicadas en centros comerciales importantes de sus regiones, este es el caso de Megamall y Santiago Mall. Adicionalmente, cuentan con otras dos sucursales, una en Chiriquí y la otra en Los Andes.

DISTRIBUCIÓN ACCIONARIA BEKER, S.A.	
Nombre	% DE ACCIONES
Zahi Maoz	50%
Ronen Maoz	50%

Fuente: Tamir Interinvest, S.A./Elaboración: PCR

La misión de la empresa es ofrecer productos de alta calidad, de última tendencia en todos sus departamentos a buenos precios (populares), que satisfagan las necesidades de sus clientes para lograr una relación duradera y de confianza mutua que les permita tener una clientela cautiva, de tal manera que les permita crecer permanentemente en el tiempo y reafirmar la permanencia de su Empresa en el mercado nacional, generando un adecuado retorno de la inversión. Dar la posibilidad a sus clientes de que puedan evaluar su servicio y la oportunidad de sugerir la venta de nuevos productos o líneas de productos, así como establecer alianzas estratégicas con proveedores locales e internacionales que garanticen el suministro de la cadena de productos. El desarrollo y capacitación integral de su personal en todas las líneas, en cuanto a la atención al personal, así como el uso de las plataformas tecnológicas adquiridas, así como fomentar el trabajo en equipo.

La visión de Beker, S.A es ser reconocidos como la principal cadena de almacenes por departamento, porque son diferentes, ofrecen productos novedosos, exclusivos de buena calidad a precios competitivos. Ser un excelente lugar para trabajar, mantener el personal motivado e innovador en sus labores, que se desarrollen profesionalmente e identifiquen con la empresa, que sean responsables y colaborativos con sus pares, que reflejen esta actitud en su familia y en la calidad del trabajo que realicen. Continuar fidelizando su cartera de clientes, perfeccionando y ampliando sus líneas de productos, como lo es venta online; buscan desarrollar relaciones mutuamente beneficiosas con sus *partners*. Ser una empresa orientada al logro de sus objetivos y ofrecer servicio de última tendencia de excelente calidad a sus clientes.

Dentro del sector de almacenes por departamento, también destacan competidores como Madison Store, la cual cuenta con siete sucursales a nivel nacional, incluyendo una sucursal en Santiago Mall y Mega Mall, en donde se ubican dos de las sucursales de Picadilly. De manera similar, Saks cuenta con ocho sucursales en el país, y también tiene presencia en los centros comerciales mencionados. Ecomodas también cuenta con 4 sucursales, en este caso solamente coincidiendo en Mega Mall, pero con presencia en otras áreas del país, además de Colombia.

## Contratos

La estructura de empresas relacionadas cuenta con dos contratos de arrendamiento, en donde se hace constar que tanto Mazija, S.A como Zijama, S.A, dan los locales de su propiedad en arrendamiento a la sociedad Beker, S.A. para utilizarlos exclusivamente como para operar las sucursales del almacén por departamentos denominado "Picadilly Store". Estos contratos cuentan con un detalle de pagos por concepto de arrendamiento, y dichos pagos serán variables año con año. El contrato que corresponde a Zijama, S.A cuenta con una duración de diez años, mientras que el contrato entre Mazija, S.A y Beker, S.A. tiene un plazo de siete años. Sin embargo, las sociedades tienen libertad de modificar o prorrogar los contratos de acuerdo con sus conveniencias.

ARRENDAMIENTO				
ARRENDADOR	ARRENDATARIO	UBICACIÓN	DURACION	MONTO
Mazija, S.A.	Beker, S.A.	Local F-3 Centro Comercial Santiago Mall	7 años	Variable
Zijama, S.A.	Beker, S.A	Local C-11 Centro Comercial Mega Mall	10 años	Variable

Fuente: Tamir Interinvest, S.A./Elaboración: PCR

El contrato de arrendamiento de Mazija con Beker se puede prorrogar al finalizar los siete años del contrato. Beker puede realizar modificaciones en el local de Mazija o subarrendar total o parcialmente el local siempre que se reciba autorización de parte de Mazija. Los gastos de mantenimiento, electricidad impuestos y similares corren por cuenta de Beker S.A. Los pagos de arrendamiento deben realizarse dentro de los primeros cinco días de cada mes.

El contrato de arrendamiento de Zijama con Beker se puede prorrogar a partir del décimo año, cuando vence el contrato. Beker puede realizar modificaciones en el local de Mazija o subarrendar total o parcialmente el local siempre que se reciba autorización de parte de Mazija. Los gastos de mantenimiento, electricidad impuestos y similares corren por cuenta de Beker S.A. Los pagos de arrendamiento deben realizarse dentro de los primeros cinco días de cada mes.

El siguiente cuadro presenta los pagos de arrendamiento que deberá realizar Beker, S.A. a Mazija, S.A. y Zijama, S.A. cada año:

PAGOS POR ARRENDAMIENTO			
Año	Mazija, S.A.	Zijama, S.A.	Total
2017	\$ 29,633.80	\$ 34,436.11	\$ 64,069.91
2018	\$ 29,633.80	\$ 87,822.78	\$ 117,456.58
2019	\$ 29,633.80	\$ 84,957.69	\$ 114,591.49
2020	\$105,258.80	\$ 82,092.61	\$ 187,351.41
2021	\$100,813.73	\$ 79,227.52	\$ 180,041.25
2022	\$ 96,368.66	\$ 76,362.44	\$ 172,731.10
2023	\$293,590.25	\$ 73,497.36	\$ 367,087.61
2024	-	\$ 70,632.27	\$ 70,632.27
2025	-	\$ 67,767.19	\$ 67,767.19
2026	-	\$ 64,902.10	\$ 64,902.10
	<b>\$684,932.84</b>	<b>\$721,698.07</b>	<b>\$1,406,630.91</b>

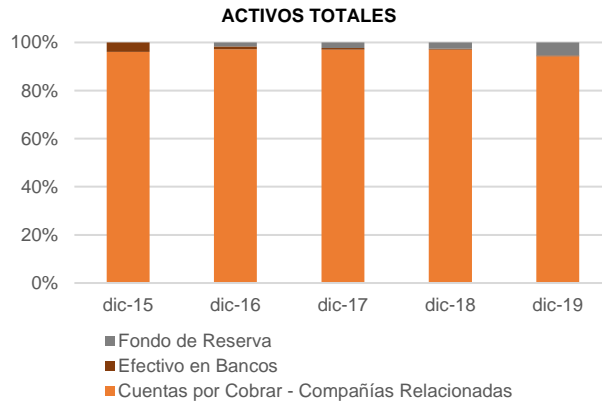
Fuente: Tamir Interinvest, S.A./Elaboración: PCR

## Análisis Financiero

Los activos y pasivos de Tamir Interinvest, S.A. reflejan su naturaleza como vehículo para la emisión de instrumentos de deuda. Tamir Interinvest no cuenta con ningún activo tangible, solamente reservas de efectivo necesarias para llevar a cabo el pago de sus obligaciones. En cuando a sus pasivos, solamente contabiliza la deuda inicial antes de la emisión y a partir de la emisión contabiliza solamente la porción de la emisión que se debe pagar a los inversionistas. Por esta misma condición de vehículo, los pasivos sobrepasan a los activos, generando un déficit patrimonial que se interpreta como habitual considerando la naturaleza de vehículo de la sociedad.

## Activos

A diciembre de 2019, los activos de Tamir Interinvest, S.A ascendieron a los B/. 11 millones, lo cual representa una contracción desde los B/. 11.9 millones registrados el período anterior. Esto corresponde a la reducción en las cuentas por cobrar con compañías relacionadas, que se redujeron a B/. 10.4 millones desde los, las cuales se van reduciendo a medida que las compañías que dan uso a los fondos de la emisión aportan para el pago de las obligaciones. Dentro de los activos se contabiliza el efectivo destinado para las cuentas de garantía con las que cuenta la sociedad. El fondo de reserva alcanzó un monto de B/. 590 miles para el final de este período, presentando un incremento del 91.8% interanual. Es importante recordar que esta cuenta de reserva se puede mantener en cuentas de ahorro o plazo fijo para generar intereses para la sociedad.

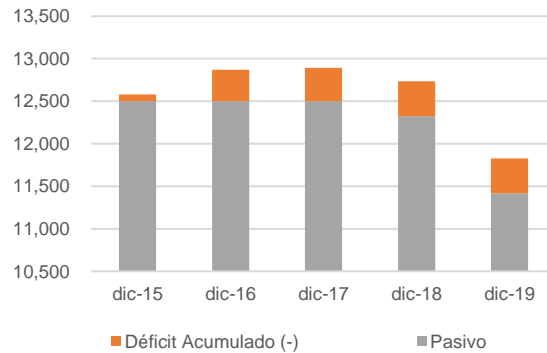


Fuente: Tamir Interinvest, S.A./Elaboración: PCR

### Pasivos y Patrimonio

Los pasivos totales de la sociedad se ubicaron en B/. 11.4 millones, y está compuesto en su totalidad por la cuenta de bonos por pagar. Esta cuenta se redujo un 7% (-B/. 906 miles) respecto a diciembre 2018, debido a que se realizó la amortización correspondiente de los bonos. El patrimonio por otra parte está compuesto por acciones comunes sin valor nominal, que totalizan B/. 10 mil. Además, se registra en el patrimonio un déficit acumulado por B/. 408 miles, un 1% menos que el año anterior. Esto resulta en un patrimonio negativo de B/. 398 miles, presentando una leve recuperación desde los B/. 310 miles que registró el año anterior.

**PASIVOS TOTALES Y DÉFICIT ACUMULADO (miles de B/.)**

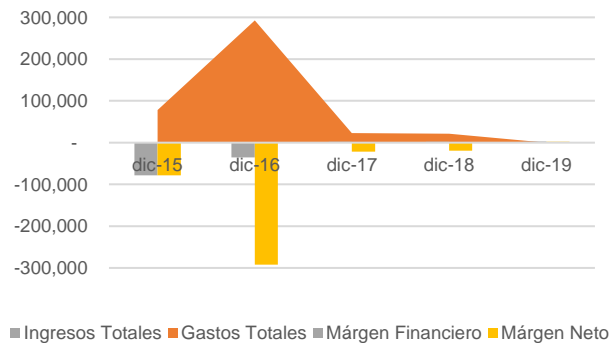


Fuente: Tamir Interinvest, S.A./Elaboración: PCR

### Resultados Financieros

Los ingresos de Tamir se reducen solamente a los intereses ganados por el efectivo que manejan en sus cuentas. Estos intereses alcanzaron un monto de B/. 2,389, lo que significó un incremento del 19% respecto a los intereses que generaron el año anterior. Para el ejercicio finalizado en 2019, no se reportaron gastos financieros ni por operaciones, los cuales el año anterior sumaron un total de B/. 21,416. Por lo tanto, la ganancia en operaciones de este año fue de B/. 2,389, presentando un valor positivo por primera vez en los últimos cinco años, el año anterior, la sociedad presentó pérdidas en operación por B/. 19,411.

**EVOLUCIÓN DE LOS RESULTADOS FINANCIEROS (B/.)**

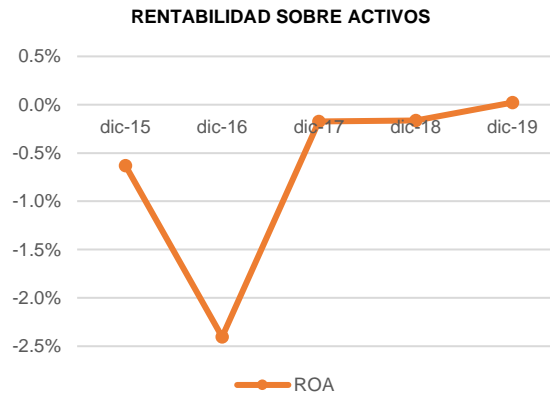


Fuente: Tamir Interinvest, S.A./Elaboración: PCR



## Rentabilidad

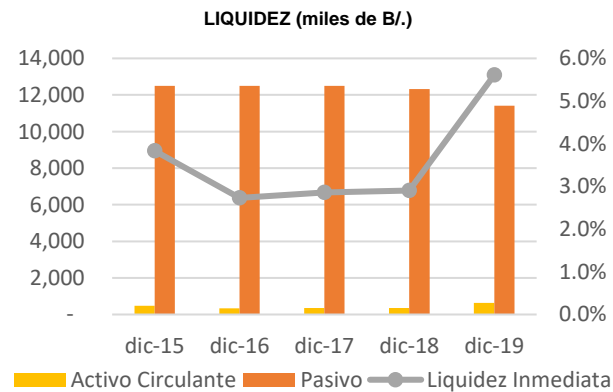
Debido a la naturaleza de vehículo que presenta la sociedad, la rentabilidad no es un objetivo en la empresa. Las operaciones usuales de la sociedad comprenden básicamente el repago de la emisión de parte de los accionistas, los cuales utilizan los flujos provenientes de las empresas relacionadas. Debido al mismo funcionamiento de la sociedad, solamente se presenta el retorno sobre activos, con el fin de ilustrar los gastos de la sociedad en comparación a las cuentas que mantiene a favor. Por otro lado, no se incluye el ROE, ya que la empresa además de presentar un resultado negativo también presenta un capital contable negativo. En este caso, no hace sentido comparar estos parámetros, especialmente dada la condición de vehículo de la sociedad.



Fuente: Tamir Interinvest, S.A./Elaboración: PCR

## Liquidez y Flujo de Efectivo

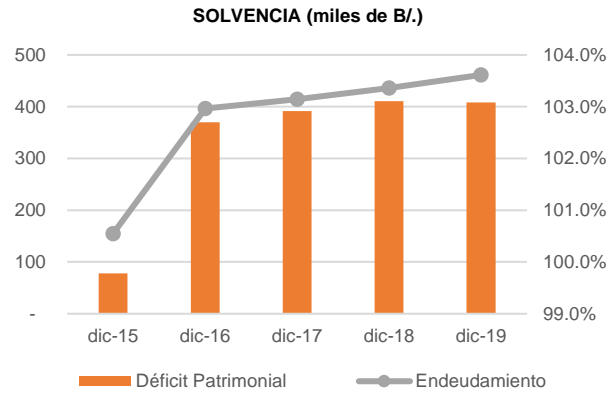
Los activos circulantes de la sociedad alcanzaron un valor de B/. 640 miles para diciembre 2019, aumentando un 79% respecto del año anterior, principalmente por el incremento del fondo de reserva en B/. 282 miles. La institución no cuenta con pasivos corrientes, más que las amortizaciones de la emisión, las cuales se encargan de pagar los accionistas desde las demás empresas relacionadas. El indicador de liquidez inmediata de la entidad se mantiene en incremento, pasando del 2.9% en 2018 a 5.6% para el final de este período. La tendencia de la liquidez tiende a aumentar, debido a que los activos líquidos están compuestos principalmente por la cuenta de reserva, la cual se mantiene en crecimiento como parte de la estructura de garantías de la emisión y un ingreso por intereses. En cambio, el pasivo de la entidad presenta una tendencia a disminuir mediante se realicen los pagos de las amortizaciones.



Fuente: Tamir Interinvest, S.A./Elaboración: PCR

## Solvencia y endeudamiento

Tamir Interinvest, S.A muestra un nivel de endeudamiento del 103.6%, esto se debe a que su cuenta de pasivos, que está compuesta en su totalidad por la emisión, es superior a la cuenta de activos. La sociedad mantiene esto balanceado al mantener un patrimonio negativo, producto del déficit acumulado que mantiene. Durante los últimos 5 años, han mantenido un nivel similar en cuanto al endeudamiento de la sociedad.



**Fuente:** Tamir Interinvest, S.A./**Elaboración:** PCR

## Instrumento calificado

Características	Primer Programa
<b>Emisor:</b>	TAMIR INTERINVEST, S.A.
<b>Instrumento:</b>	Bonos Corporativos
<b>Series:</b>	Serie A: Hasta Siete Millones de Dólares (US\$7,000,000.00) Serie B: Hasta Cinco Millones Quinientos Mil de Dólares (US\$5,500,000.00) Ambas series serán "no subordinadas" El emisor se reserva el derecho a emitir más series una vez emitidas las primeras dos series.
<b>Monto de la oferta:</b>	Bonos Corporativos por un valor nominal de hasta VEINTE MILLONES DE DÓLARES (US\$20,000,000.00).
<b>Denominación del Valor Nominal:</b>	Los Bonos serán emitidos en títulos globales, en forma nominativa, registrada y sin cupones en denominaciones de US\$1,000.00 o sus múltiplos.
<b>Fecha de vencimiento:</b>	El vencimiento de la Serie A será de diez (10) años contados a partir de la Fecha de Emisión. El vencimiento de la Serie B será de siete (7) años contados a partir de la Fecha de Emisión. Los vencimientos de las otras Series serán determinados al momento de emisión de cada una de ellas, a través de los respectivos suplementos informativos.
<b>Tasa de interés:</b>	La Tasa de Interés de los Bonos Serie A será fija en 5.25% durante los primeros dos (2) años, después LIBOR tres meses + 3.75% con mínimo de 5.25% a partir del año tres (3) hasta el año diez (10), contados a partir de la Fecha de Oferta de la respectiva Serie. La Tasa de Interés de los Bonos Serie B será fija en 5.75% durante los primeros tres (3) años, después LIBOR tres meses + 3.75% con un mínimo de 5.75% a partir del año cuatro (4) al año siete (7), contados a partir de la Fecha de Oferta de la respectiva Serie.
<b>Pago de interés:</b>	Los intereses de la Serie A serán pagados trimestralmente sobre el Saldo Insoluto a Capital hasta la Fecha de Vencimiento o la Fecha de Redención anticipada (de haberla) de la respectiva serie de los Bonos. Para el cálculo de los intereses se utilizarán los días transcurridos en el período y una base de 360 días (días transcurridos / 360). Los intereses de la Serie B serán pagados trimestralmente sobre el Saldo Insoluto a Capital hasta la Fecha de Vencimiento o la Fecha de Redención anticipada (de haberla) de la respectiva serie de los Bonos. Para el cálculo de los intereses se utilizarán los días transcurridos en el período y una base de 360 días (días transcurridos / 360).
<b>Pago de capital:</b>	Ambas series cuentan con un período de gracia y una estructura diferente para la realización de los pagos.
<b>Redención anticipada:</b>	Los Bonos de la Serie A y Serie B podrán ser redimidos por el Emisor, a su discreción, de forma parcial o total, a partir de la fecha que determine el Emisor, la misma si resulta durante los primeros tres (3) años desde su Fecha de Emisión tendrá una penalidad de 1% sobre el saldo, si se redimen los Bonos de la Serie A y Serie B a partir del año cuatro (4) en adelante, no tendrá ninguna penalidad.
<b>Uso de los fondos:</b>	Los fondos netos recaudados con la colocación de los Bonos de la Serie A y Serie B serán utilizados para otorgar facilidades crediticias a empresas que mantienen accionistas en común con el Emisor, las cuales comparten accionistas en común con el Emisor, pero que no consolidan ya que no son subsidiarias del mismo.
<b>Garantías:</b>	La Sociedad se reserva el derecho exclusivo, de forma discrecional y sin necesidad de previo aviso más que a la SMV y a la BVP establecer un Fideicomiso de Garantía y Administración que garantice el pago de Capital e Interés de ciertas Series de los Bonos. En este orden de ideas, El Emisor abrirá una Cuenta de Concentración en Global Bank Corporation, misma que podrá administrada por el Agente de Pago, Registro y Transferencia, para realizar los pagos necesarios en forma de cascada. Adicionalmente, la Sociedad abrirá y mantendrá otra cuenta bancaria, también en Global Bank Corporation y que podrá ser administrada por el Agente de Pago, Registro y Transferencia, en la cual se le harán aportes trimestrales según la cascada de pagos descrita en el Prospecto Informativo bajo la sección de "Cuenta de Concentración" para cubrir los próximos tres (3) meses de pagos de capital (en caso de aplicar) más intereses de los Bonos de las Series A y B (la "Cuenta de Reserva"). Los fondos de la Cuenta de Reserva podrán ser invertidos en cuentas de ahorro, depósito a plazo fijo y en valores líquidos que sean aceptables al Emisor y, de llegar a establecerse una garantía fiduciaria, del Fiduciario.
<b>Respaldo:</b>	Crédito General del Emisor: Todas las Series de Bonos que el Emisor coloque, según el presente Prospecto Informativo, están respaldadas por el Crédito General del Emisor.
<b>Estructurador:</b>	Global Bank Corporation.
<b>Agente de Pago, Registro y Transferencia:</b>	Global Bank Corporation.
<b>Casa de Valores y Puesto de Bolsa:</b>	Global Valores, S.A.
<b>Listado:</b>	Bolsa de Valores de Panamá, S.A.
<b>Central de Custodia:</b>	Central Latinoamericana de Valores, S.A. (LatinClear).
<b>Jurisdicción:</b>	República de Panamá.

Fuente: Tamir Interinvest, S.A./Elaboración: PCR

## **Contrato de Fideicomiso**

El prospecto de la emisión establece que se puede establecer un Fideicomiso de Garantía y Administración que garantice el pago de capital e intereses de ciertas series. Para esto, Tamir Interinvest, S.A abrirá una cuenta de concentración en Global Bank Corporation, misma que podrá ser utilizada por el mismo banco para realizar los pagos en cascada, siguiendo el orden de prelación de pagos. El día 6 de octubre del año 2015 se suscribió un contrato de fideicomiso que contiene dentro de su patrimonio una cuenta de concentración, una cuenta de reserva, el contrato de primera hipoteca y anticresis de las fincas en donde se ubican los locales comerciales propiedad de Mazija y Zajima, la cesión de las pólizas de seguro de dichas fincas, la cesión de la totalidad de los flujos provenientes de los contratos de arrendamiento a favor de Mazija y Zajima, los cuales se depositarán en la cuenta de concentración.

### **Prelación de pagos**

El Agente de Pago, Registro y Transferencia realizará los pagos en el siguiente orden:

1. Para pagar las sumas que correspondan a las comisiones del Agente de Pago, Registro y Transferencia, Agente Colocador, y cualquier otra comisión o gasto relacionado con la Emisión.
2. Para transferir al Agente de Pago, Registro y Transferencia, las sumas necesarias para pagar los intereses a prorrata de los Bonos, en la Fecha de Pago inmediatamente siguiente.
3. Para transferir al Agente de Pago, Registro y Transferencia las sumas necesarias para pagar el capital a prorrata, de los Bonos, en la Fecha de Pago inmediatamente siguiente.
4. Para transferir la cantidad que sea necesaria a la Cuenta de Reserva, para cumplir con el Balance Requerido en la Cuenta de Reserva.
5. Para transferir a la Cuenta del Emisor todos los fondos remanentes que queden en la Cuenta de Concentración una vez se haya fondeado la Cuenta de Reserva y se hayan efectuado los pagos correspondientes de conformidad a los documentos de la emisión de los Bonos Corporativos.

### **Pago del capital**

El pago de capital de los Bonos Serie A tendrá un periodo de gracia de un (1) año, posterior a ello se aplicarán amortizaciones calculadas a doce (12) años con pagos trimestrales hasta el año diez (10), en el cual se hará un "Ballon Payment". Luego se efectuará amortizaciones escalonadas hasta la Fecha de Vencimiento o la Fecha de Redención anticipada (de haberla) de la respectiva serie de los Bonos. Se establecerá una tabla de amortización en el Suplemento al Prospecto Informativo de la Serie A que definirá las fechas de pagos.

El pago de capital de la Serie B tendrá un período de gracia durante los tres (3) primeros años. Se establecerá una tabla de amortización de quince por ciento (15%) de capital del año cuatro (4) al seis (6), y un "Ballon Payment" en el séptimo (7º) año.

### **Garantía**

Como garantía de la emisión el prospecto contempla la posibilidad de establecer un fideicomiso de Garantía y Administración que funcionará a través de una cuenta de concentración. Adicionalmente, se creará una cuenta de Reserva para cubrir pagos a capital de ser necesario, adicional a los bienes ya incluidos dentro de este fideicomiso.

#### *Cuenta de Concentración*

La Sociedad se reserva el derecho exclusivo, de forma discrecional y sin necesidad de previo aviso más que a la SMV y a la BVP establecer un Fideicomiso de Garantía y Administración que garantice el pago de capital e interés de ciertas Series de los Bonos. El Emisor abrirá una Cuenta de Concentración en Global Bank Corporation, misma que podrá administrada por el Agente de Pago, Registro y Transferencia, para realizar los pagos en forma de cascada de acuerdo con el siguiente orden (que coincide con la sección de prelación de pagos):

1. Para pagar las sumas que correspondan a las comisiones del Agente de Pago, Registro y Transferencia, Agente Colocador, y cualquier otra comisión o gasto relacionado con la Emisión.
2. Para transferir al Agente de Pago, Registro y Transferencia, las sumas necesarias para pagar los intereses a prorrata de los Bonos, en la Fecha de Pago inmediatamente siguiente.

---

<sup>1</sup> El "Balloon Payment" es una técnica de pago que se utiliza en la amortización del pago de una deuda con el objetivo de reducir el costo de las cuotas mensuales. De esta forma, en el último pago de capital se realiza por un monto menor que el total original de la deuda.

3. Para transferir al Agente de Pago, Registro y Transferencia las sumas necesarias para pagar el capital a prorrata, de los Bonos, en la Fecha de Pago inmediatamente siguiente.
4. Para transferir la cantidad que sea necesaria a la Cuenta de Reserva, para cumplir con el Balance Requerido en la Cuenta de Reserva.
5. Para transferir a la Cuenta del Emisor todos los fondos remanentes que queden en la Cuenta de Concentración una vez se haya fondeado la Cuenta de Reserva y se hayan efectuado los pagos correspondientes de conformidad a los documentos de la emisión de los Bonos Corporativos.

#### **Cuenta de Reserva**

Adicionalmente, la Sociedad abrirá y mantendrá otra cuenta bancaria, también en Global Bank Corporation y que podrá ser administrada por el Agente de Pago, Registro y Transferencia, en la cual se le harán aportes trimestrales según la cascada de pagos descrita en el Prospecto Informativo bajo la sección de “Cuenta de Concentración” para cubrir los próximos tres meses de pagos de capital más intereses de los Bonos de las Series A y B. Los fondos de la Cuenta de Reserva podrán ser invertidos en cuentas de ahorro, depósito a plazo fijo y en valores líquidos que sean aceptables al Emisor y, de llegar a establecerse una garantía fiduciaria, del Fiduciario. Los fondos de la Cuenta de Reserva podrán ser invertidos en cuentas de ahorro, depósito a plazo fijo y en valores líquidos que sean aceptables al Emisor y, de llegar a establecerse una garantía fiduciaria, del Fiduciario.

#### **Respaldo**

Todas las Series de Bonos que el Emisor coloque, según el Prospecto Informativo, están respaldadas por el Crédito General del Emisor.

#### **Uso de los Fondos**

Los fondos de la emisión están destinados para proyectos de las empresas Zijama, S.A y Mazija, S.A. Las empresas utilizarían estos fondos de acuerdo al siguiente cuadro.

<b>USO DE LOS FONDOS</b>			
<b>Monto (US\$)</b>	<b>Propósito</b>	<b>Propietario</b>	<b>Ubicación</b>
5,702,532.80	Cancelar adquisición de propiedad en Mega Mall.	Zijama, S.A.	Provincia de Panamá, Nuevo Tocumen, Corregimiento de Tocumen
5,024,662.92	Cancelar adquisición de propiedad en Santiago Mall	Mazija, S.A.	Provincia de Veraguas, a orillas de la Carretera Panamericana
1,772,804.28	Remozamiento de ambas propiedades	Zijama, S.A Mazija, S.A.	Provincia de Panamá, Corregimiento Nuevo Tocumen y Provincia de Veraguas, orillas de la Carretera Panamericana

Fuente: Tamir Interinvest, S.A./Elaboración: PCR

#### **Redención anticipada**

El Emisor podrá redimir anticipadamente los Bonos del Programa Rotativo de Bonos Corporativos, parcial o totalmente, de cada una de las Series o la totalidad de estas según lo estipulado en los suplementos de cada una de las Series con una penalidad del 1% hasta el tercer año y sin penalidad alguna a partir del cuarto año.

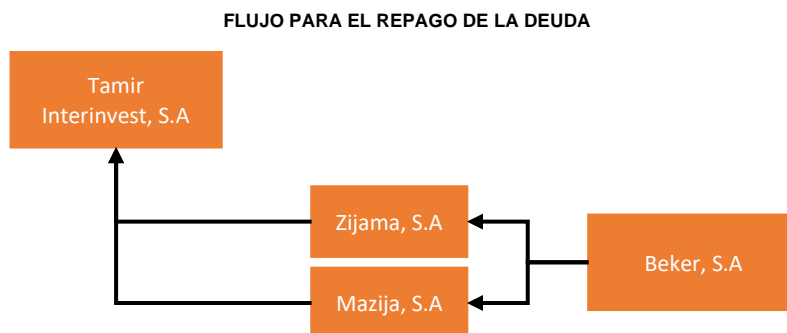
En los casos de redenciones parciales, la suma asignada para la redención no podrá ser menor de un millón de dólares, a menos que el Saldo Insoluto a Capital de la Serie que corresponda sea menor a dicho monto, en cuyo caso la redención deberá ser por la totalidad del Saldo Insoluto a Capital de la Serie correspondiente. Dicho pago se hará a prorrata a todos los Tenedores Registrados de la Serie correspondiente. En caso de que el Emisor decida redimir en forma anticipada parcial o totalmente la Serie A o la Serie B, así lo comunicará a los Tenedores Registrados, con no menos de treinta días de anterioridad a la Fecha de Redención Anticipada, mediante publicación por dos días consecutivos en un periódico en la República de Panamá, con indicación del monto de los Bonos a ser redimidos y la Fecha de Redención Anticipada. La porción del saldo redimida de los Bonos dejará de devengar intereses a partir de la Fecha de Redención Anticipada, siempre y cuando el Emisor aporte e instruya al Agente de Pago, Registro y Transferencia a pagar las sumas de dinero necesarias para cubrir la totalidad de los pagos para la redención anticipada.

El Emisor podrá hacer redenciones parciales anticipadas, al 100% del Saldo Insoluto a Capital de los Bonos, en cualquier Fecha de Pago y por cualquier monto, en los siguientes casos (i) con fondos provenientes de la venta de los Bienes Inmuebles y de las Propiedades puestas en garantía; y (ii) con fondos recibidos en concepto de indemnizaciones de pólizas de seguros. Dicha redención parcial se deberá anunciar al público inversionista con al menos treinta días calendarios de anticipación.

#### **Estructura de la transacción y flujos para el repago**

Tamir Interinvest, S.A obtiene los fondos que utiliza para el pago a capital de la emisión a través del pago realizado por las compañías relacionadas (Zijama y Mazija), que, a su vez, obtienen sus ingresos de parte de Beker, S.A. Los almacenes

por departamento Picadilly proveen de ingresos constantes a Beker, y esta sociedad destina una parte de sus ingresos para pagar el arrendamiento de sus locales a Mazija y Zijama. Es importante mencionar que estas últimas empresas tienen también una deuda con Beker, ya que la sociedad operativa les aportó cierto capital para la compra de los locales. El balance de esto es el pago que Beker efectúa a las empresas propietarias de los locales. Estas empresas (Mazija y Zijama) utilizan estos flujos para saldar las cuentas por pagar con Tamir, el vehículo para la emisión. El flujo del repago de la deuda sigue el proceso presentado en el cuadro a continuación.



Fuente: Tamir Interinvest, S.A./Elaboración: PCR

### Proyecciones Financieras

Tamir Interinvest, S.A. realizó proyecciones financieras para un período de 10 años, en donde se espera obtener ingresos provenientes principalmente de las cuentas por cobrar que mantiene con compañías relacionadas. En este caso, el flujo proviene de las operaciones de Beker, S.A., y de acuerdo con la estructura anteriormente descrita, estos fondos ingresan al estado de resultados de Tamir Interinvest, S.A. Una pequeña porción de los ingresos corresponde a los intereses generados por la cuenta de reserva. Debido a la naturaleza de vehículo que presenta la sociedad, solamente se requieren los recursos en función de sus compromisos financieros.

El ingreso de flujos proveniente de Beker se mantiene constante y se ajusta a la programación de pago de las dos series de bonos. Entre los años 2020 y 2023, se toma en cuenta tanto el pago de la Serie A como de la serie B. La amortización del total (US\$ 5 millones) de la serie B para 2020 es del 7.5%, 15% para 2021, 25% para 2022 y finalmente el 41.3% en 2023. La serie A, por su parte contempla el pago del 5% del total (US\$ 7 millones) en 2020, del 10% cada año entre 2021 y 2025 y finalmente 27.5% en 2026.

#### PROYECCIONES FINANCIERAS

Cifras en Miles de US\$											
Ingresos	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Ingreso por intereses	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Ingreso por CxC Beker	1,083	2,076	2,519	3,264	887	843	1,985	0	0	0	0
<b>Total Ingresos (EBITDA)</b>	<b>1,085</b>	<b>2,079</b>	<b>2,522</b>	<b>3,267</b>	<b>889</b>	<b>845</b>	<b>1,988</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>

Fuente: Tamir Interinvest, S.A./Elaboración: PCR

La evaluación de la cobertura de parte de los ingresos de Tamir Interinvest, S.A. presenta una cobertura sobre los gastos financieros de 1.8 para el 2020 y una tendencia positiva al avanzar en el tiempo, esto se debe a que estos gastos representan los intereses a pagar, los cuales disminuyen gradualmente a medida que se amortiza la deuda. La cobertura respecto de la amortización, por su parte muestra el efecto contrario, 1.4 veces en 2020 y gradualmente menor, por la misma razón: los ingresos de Tamir solamente tienen como fin el repago de la deuda, por lo que a medida que disminuyen los intereses por pagar, la cobertura se ajusta al capital de la deuda. La cobertura total, por la misma razón, se ajusta en una cobertura del 100% para todos los períodos, la excepción es en 2020, donde se prevé un ingreso menor de parte de las cuentas por cobrar, por lo que los accionistas deberán aportar capital para cubrir el déficit de US\$ 297.1 miles en este período.

#### INDICADORES DE COBERTURA

Cifras en miles de US\$	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
EBITDA	1,085	2,079	2,522	3,267	889	845	1,988	2	2	2	2
Gastos Financieros	620	551	444	296	187	143	60	0	0	0	0
Amortización de Bonos	763	1,525	2,075	2,969	700	700	1,925	0	0	0	0
EBITDA/Gastos Financieros (veces)	1.8	3.8	5.7	11.0	4.8	5.9	32.9	-	-	-	-
Cobertura sobre Amortización (veces)	1.4	1.4	1.2	1.1	1.3	1.2	1.0	-	-	-	-
Cobertura sobre Deuda (veces)	0.8	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	-	-	-	-

Fuente: Tamir Interinvest, S.A./Elaboración: PCR

Como consecuencia de la pandemia del COVID-19, el Gobierno de Panamá emitió la orden de cerrar los establecimientos que no se consideren esenciales a partir de marzo de 2020. Considerando que Beker, S.A. no es un establecimiento que se dedique a la venta de productos farmacéuticos ni de alimentos, sus tiendas permanecen cerradas durante el tiempo que el Gobierno lo indique. Por lo tanto, se realizó un análisis de sensibilidad en el que se determinó estresar la variable de los ingresos provenientes de las cuentas por cobrar con Beker, S.A. para Tamir Interinvest, S.A. en un 25%, con el objetivo de evaluar la capacidad de pago de la emisión de parte de la sociedad. Adicionalmente, la Superintendencia del Mercado de Valores autorizó el diferimiento de los pagos de amortización de las series A y B que se deberían realizar el 26 de mayo de 2020 para pagarlos hasta el día 26 de noviembre del mismo año. Considerando que las proyecciones realizadas se presentan de forma anual, los pagos de la amortización e intereses de los bonos permanecen con el mismo monto anual.

#### ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD COVID-19 TAMIR INTERINVEST, S.A.

Cifras en Miles de US\$											
Ingresos	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Ingreso por intereses	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Ingreso por CxC Beker	815	2,076	2,519	3,264	887	843	1,985	0	0	0	0
<b>Total Ingresos (EBITDA)</b>	<b>817</b>	<b>2,079</b>	<b>2,522</b>	<b>3,267</b>	<b>889</b>	<b>845</b>	<b>1,988</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>
Gastos Financieros	620	551	444	296	187	143	60	0	0	0	0
Amortización de Bonos	763	1,525	2,075	2,969	700	700	1,925	0	0	0	0
EBITDA/Gastos Financieros (veces)	1.3	3.8	5.7	11.0	4.8	5.9	32.9	-	-	-	-
Cobertura sobre Amortización (veces)	1.1	1.4	1.2	1.1	1.3	1.2	1.0	-	-	-	-
Cobertura sobre Deuda (veces)	0.6	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	-	-	-	-

Fuente: Tamir Interinvest, S.A./Elaboración: PCR

El resultado del análisis de sensibilidad nos demuestra que, si bien la sociedad ya presentaba un déficit para el pago de las obligaciones durante el año 2020, esta probable reducción en los ingresos resulta en un nivel de cobertura aún menor. Para cumplir con las obligaciones de pago, los accionistas deberán realizar un aporte de capital, con el fin de cubrir el déficit de US\$ 568 miles para el período actual. Es importante recalcar, que el análisis de sensibilidad anterior se aplica solamente a los ingresos percibidos de las cuentas por cobrar que mantiene TAMIR con BEKER. Por lo tanto, se realizó también un análisis de sensibilidad en la estructura de BEKER, estresando en un 25% la cuenta de ingresos y manteniendo el pago de las cuentas por pagar a TAMIR con el mismo valor, de manera que se cumplan las proyecciones originales de esta última sociedad.

#### ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD COVID-19 BEKER, S.A.

Cifras en Miles de US\$											
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
<b>Ingresos totales</b>	<b>21,900</b>	<b>29,200</b>	<b>29,600</b>	<b>29,600</b>	<b>29,600</b>	<b>29,600</b>	<b>29,600</b>	<b>29,600</b>	<b>29,600</b>	<b>29,600</b>	<b>29,600</b>
Costo de ventas (-)	15,558	18,304	18,560	18,560	18,560	18,560	18,560	18,560	18,560	18,560	18,560
<b>Utilidad bruta</b>	<b>6,342</b>	<b>10,896</b>	<b>11,040</b>	<b>11,040</b>	<b>11,040</b>	<b>11,040</b>	<b>11,040</b>	<b>11,040</b>	<b>11,040</b>	<b>11,040</b>	<b>11,040</b>
Gastos administración (-)	8,751	8,463	8,564	8,565	8,675	8,675	8,785	8,785	8,897	8,897	9,012
<b>EBITDA</b>	<b>-2,409</b>	<b>2,433</b>	<b>2,476</b>	<b>2,475</b>	<b>2,365</b>	<b>2,365</b>	<b>2,255</b>	<b>2,255</b>	<b>2,143</b>	<b>2,143</b>	<b>2,028</b>
Dep. y amortización (-)	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500
<b>EBIT</b>	<b>-2,909</b>	<b>1,933</b>	<b>1,976</b>	<b>1,975</b>	<b>1,865</b>	<b>1,865</b>	<b>1,755</b>	<b>1,755</b>	<b>1,643</b>	<b>1,643</b>	<b>1,528</b>
Costos Financieros (-)	380	380	380	380	380	380	380	0	0	0	0
Impuestos (-)	822	388	399	399	371	371	344	439	411	411	382
<b>Utilidad Neta</b>	<b>-2,467</b>	<b>1,165</b>	<b>1,197</b>	<b>1,196</b>	<b>1,114</b>	<b>1,114</b>	<b>1,031</b>	<b>1,316</b>	<b>1,232</b>	<b>1,232</b>	<b>1,146</b>

Fuente: Tamir Interinvest, S.A./Elaboración: PCR

Para estas proyecciones se estresó la variable de los ingresos totales en un 25%, y como resultado de esto también estresando los costos de ventas en un 15% asumiendo que el resto de las variables se mantiene. Se puede observar que, bajo estos supuestos, la utilidad neta de BEKER, S.A resulta en una pérdida de US\$2.5 millones, considerando que se cumple el pago a TAMIR como se esperaba en las proyecciones originales.

## Anexos

Balance General Tamir Interinvest, S.A. en B/.	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
<b>Activos</b>	<b>12,431,753</b>	<b>12,139,961</b>	<b>12,118,787</b>	<b>11,924,376</b>	<b>11,020,515</b>
Activo Circulante	478,855	341,431	357,761	358,005	640,427
Efectivo en Bancos	478,855	148,443	71,770	50,354	50,354
Fondo de Reserva	-	192,988	285,991	307,651	590,073
Cuentas por Cobrar - Compañías Relacionadas	11,952,898	11,798,530	11,761,026	11,566,371	10,380,088
<b>Pasivo</b>	<b>12,500,000</b>	<b>12,500,000</b>	<b>12,500,000</b>	<b>12,325,000</b>	<b>11,418,750</b>
Bonos por Pagar	-	12,500,000	12,500,000	12,325,000	11,418,750
Préstamos por Pagar	12,500,000	-	-	-	-
<b>Patrimonio</b>	<b>- 68,247</b>	<b>- 360,039</b>	<b>- 381,213</b>	<b>- 400,624</b>	<b>- 398,235</b>
Acciones Comunes sin valor Nominal	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
Déficit Acumulado	78,247	370,039	391,213	410,624	408,235
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>12,431,753</b>	<b>12,139,961</b>	<b>12,118,787</b>	<b>11,924,376</b>	<b>11,020,515</b>

Estado de Ganancias y Pérdidas en B/.	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
Intereses Ganados	-	954	1,994	2,005	2,389
Gastos Financieros	78,247	36,210	69	16	-
Margen Financiero	-78,247	-35,256	1,925	1,989	2,389
Gastos de Operaciones	-	256,536	23,100	21,400	-
Ganancias en Operaciones	-78,247	-291,792	-21,175	-19,411	2,389
Ingresos Totales	-	954	1,994	2,005	2,389
Gastos Totales	78,247	292,746	23,169	21,416	-
<b>Márgen Neto</b>	<b>-78,247</b>	<b>-291,792</b>	<b>-21,175</b>	<b>-19,411</b>	<b>2,389</b>

Fuente: Tamir Interinvest, S.A./Elaboración: PCR

### Nota sobre la información empleada

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.