

29 de agosto de 2022

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

Ref. CODERE TRUST / Hecho de Importancia  
Calificación de Riesgo a **31-12-21**

Estimada Licenciado Justiniani:

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

### CODERE TRUST

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

1. Que la calificadora de riesgo PCR resolvió en su comité de 12 de agosto de 2022, mantener la calificación PA-BBB otorgada al emisor CODERE TRUST
2. Mantener la perspectiva de la emisión como Estable. *“La calificación de Codere Trust se fundamenta en la emisión de deuda en circulación, la cual representa un monto reducido respecto al flujo de ingresos del Alta Cordillera, S.A., lo que permite una adecuada cobertura sobre el pago de intereses a lo largo de la emisión, así como la recuperación en la liquidez durante el año analizado. Por su parte, la calificación se encuentra limitada por el déficit acumulado de los últimos 3 años de Alta Cordillera, S.A., considerando la tendencia a la vulnerabilidad de las operaciones y la lenta recuperación del sector de casinos y juegos de azar en el país.”*

Adjuntamos una copia del referido informe.

Atentamente,

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



Jose Manuel Jaen M.  
Apoderado General



**CODERE TRUST**  
**Programa Rotativo de Bonos Corporativos**

<b>Comité No. 80/2022</b>	
<b>Informe con EEFF auditados al 31 de diciembre de 2021</b>	<b>Fecha de comité: 12 de agosto de 2022</b>
Periodicidad de actualización: Anual	Industria de Juegos de Azar/Panamá
<b>Equipo de Análisis</b>	
Jose Ponce <a href="mailto:jponce@ratingspcr.com">jponce@ratingspcr.com</a>	Donato Rivas <a href="mailto:drivas@ratingspcr.com">drivas@ratingspcr.com</a> (502) 6635-2166

<b>HISTORIAL DE CALIFICACIONES</b>					
Fecha de información	jun-18	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
Fecha de comité	4/04/2019	12/07/2019	23/10/2020	11/10/2021	12/08/2022
Programa Rotativo de Bonos Corporativos	PA BBB	PA BBB	PA BBB	PA BBB-	PA BBB-
Perspectiva	Estable	Estable	Negativa	Estable	Estable

**Significado de la calificación**

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

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

*La información empleada en la presente calificación proviene de fuentes oficiales; sin embargo, no garantizamos la confiabilidad e integridad de la misma, por lo que no nos hacemos responsables por algún error u omisión por el uso de dicha información. La calificación otorgada o emitida por PCR constituyen una evaluación sobre el riesgo involucrado y una opinión sobre la calidad crediticia, y la misma no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago de este; ni estabilidad de su precio y puede estar sujeta a actualización en cualquier momento. Asimismo, la presente calificación de riesgo es independiente y no ha sido influenciada por otras actividades de la Calificadora.*

**Racionalidad**

En Comité de Calificación de Riesgo, PCR decidió mantener la calificación de PA BBB- al Programa Rotativo de Bonos Corporativos de Codere Trust con perspectiva “Estable” con información al 31 de diciembre de 2021. La calificación de Codere Trust se fundamenta en la emisión de deuda en circulación, la cual representa un monto reducido respecto al flujo de ingresos del Alta Cordillera, S.A., lo que permite una adecuada cobertura sobre el pago de intereses a lo largo de la emisión, así como la recuperación en la liquidez durante el año analizado. Por su parte, la calificación se encuentra limitada por el déficit acumulado de los últimos 3 años de Alta Cordillera, S.A., considerando la tendencia a la vulnerabilidad de las operaciones y la lenta recuperación del sector de casinos y juegos de azar en el país.

**Perspectiva**

Estable

**Resumen Ejecutivo**

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

- **Cobertura y garantías sobre la deuda.** La emisión de Bonos Corporativos Rotativos está respaldada por los bienes fideicomitidos a favor del Fideicomiso Emisor (Codere Trust), con una cobertura del 128%, los cuales corresponden a la cesión de derechos económicos en efectivo derivados de la operación diaria de los 12 casinos de Alta Cordillera, S.A., así como los pagarés sobre las cuentas por cobrar que Alta Cordillera le adeudará al Fideicomiso Emisor en virtud de los créditos que se le otorguen y el dinero que se reciba producto de la oferta pública y venta de los Bonos en el mercado primario. Asimismo, el Fideicomiso Emisor se reserva el derecho de mantener una reserva para el pago de intereses y un fondo de reserva para amortización de capital para las series que se estimen convenientes.

- **Pérdidas en el resultado del ejercicio de Alta Cordillera, S.A.** A la fecha de análisis, el resultado neto de Alta Cordillera, S.A. presentó una pérdida de B/. 15.9 millones, indicando una recuperación en relación con el déficit presentado en el 2020. Esta recuperación es consecuencia del alza de los ingresos, principalmente en los ingresos por casino, apuestas y de alimentos y bebidas. De igual forma, los ingresos provenientes de comisiones sobre apuestas reflejaron una recuperación derivada de la pandemia COVID-19. A pesar de la recuperación en los ingresos, el alza en los gastos de explotación y administrativos no permitió obtener una utilidad a la fecha de análisis, este déficit obtenido combinado con el decremento en los activos totales de la compañía a 2021, los indicadores de rentabilidad ROA se posicionaron en valor negativo al igual que su período anterior, por lo cual a la fecha de análisis este indicador no es representativo, por su parte el ROE se posicionó en 28.5%, este valor no es representativo para el análisis dado que en el período se obtuvo una pérdida y un patrimonio negativo, el resultado positivo presentado por el ratio entre la utilidad del periodo y su patrimonio para 2021 es un reflejo de la proporción negativa menor de dicha utilidad ante el descenso más importante de este segundo. Cabe resaltar que es el cuarto período consecutivo donde los ratios de rentabilidad no son representativos y no son comparables con sus años anteriores.
- **Leve recuperación en niveles de Liquidez.** Al 31 de diciembre de 2021, el activo corriente de Alta Cordillera, S.A. incremento (+13.1%), mientras que los pasivos corrientes disminuyeron en (-30.2%) como consecuencia del decremento en cuentas por pagar a compañías relacionadas y proveedores. Derivado de lo anterior el capital de trabajo reflejó una recuperación interanualmente, no obstante, totalizó un saldo negativo, siendo el cuarto período consecutivo con valor negativo. Al analizar el flujo de caja de la empresa, cabe resaltar que se contó con préstamos con compañías relacionadas y de no contar con ellas el efectivo a fin de año hubiese sido negativo, esto también permitió que el indicador de liquidez inmediata evidenciara un alza interanual, indicando que cuentan con la capacidad de cumplimiento de pago al corto plazo.
- **Solvencia Negativa de Alta Cordillera, S.A.** El Patrimonio de Alta cordillera, S.A. totalizó un saldo negativo de B/.56 millones, evidencia una importante contracción interanual, generando indicadores de solvencia y endeudamiento patrimonial negativos. El endeudamiento patrimonial totalizó en .3 veces, siendo inferior al período anterior, no obstante, este valor no es representativo ya que el indicador se ve afectado por un incremento en el saldo negativo del período proporcionalmente mayor al alza en los pasivos, por lo cual no se observa una mejora ya que la variación no es representativa.
- **Bonos en circulación.** Actualmente, Alta Cordillera, S.A. tiene un monto colocado de US\$ 3 millones, mientras que los ingresos mensuales de juego actualmente se encuentran en valores en torno a los US\$ 5 millones por mes, por la cual debido a la garantía que tiene Asset Trust a través de la cesión de los “derechos económicos” de los casinos de Alta Cordillera S.A., el monto de dichas obligaciones podría cancelarse en menos de un mes de recaudación de los ingresos de juego ante un eventual incumplimiento de Alta Cordillera S.A. para con los tenedores de bonos. De esta forma, el riesgo de cesación de pagos de Alta Cordillera S.A. es muy bajo.
- **Pertenencia a Grupo Codere.** Alta Cordillera, S.A. y Subsidiaria forma parte de Grupo Codere, S.A., una multinacional española que cuenta con una trayectoria profesional de más de 35 años en el sector del juego privado, la cual ha diversificado su actividad en la industria operando terminales de juego, salas de juego, puntos de apuestas, hipódromos y actividad online, con presencia en Europa y Latinoamérica. Además, Grupo Codere, S.A. es una empresa pública que cotiza en la BME.
- **Ajustada cobertura sobre la deuda.** A la fecha de análisis, el flujo de ingresos de Alta Cordillera, S.A. ha sido afectado como consecuencia del cese de operaciones por las condiciones económicas afectadas por la pandemia por COVID19. Según el flujo proyectado, el grupo podría presentar un EBITDA inferior al proyectado para el año 2021, aunque en los años subsiguientes se tendrá una recuperación progresiva generando un EBITDA positivo superior. Cabe destacar que el plan de emisión de bonos de Codere Trust es reducido en comparación al flujo de ingresos proyectado por Alta Cordillera, mostrando un monto de B/. 3 millones en circulación, lo que permite una adecuada cobertura para el pago de sus obligaciones en intereses, indicando una adecuada cobertura sobre gastos financieros a la fecha de análisis con una cobertura de 3 veces y se espera que la cobertura a partir del 2022 muestre holgados niveles de cobertura hasta el final de la emisión. Cabe resaltar que a la fecha de análisis a pesar de que se obtiene un EBITDA positivo, la capacidad de pago podría enfrentar riesgos ya que la cobertura sobre los gastos es menor a 1.

#### Factores clave

Los factores que podrían mejorar la calificación son los siguientes:

- Incremento sostenido en niveles de Liquidez y solvencia de Alta Cordillera, S.A.
- Crecimiento constante de ingresos por operaciones de casino, con mejora en los resultados de los períodos analizados.

Los factores que podrían desmejorar la calificación son los siguientes:

- Decremento significativo en los ingresos por juegos y apuestas.
- No contar con las provisiones suficientes.

- Retroceso sostenido en los indicadores de rentabilidad y solvencia de Alta Cordillera, S.A.

### Limitaciones a la calificación

---

- **Limitaciones encontradas:** No se encontró limitación alguna en la información enviada.
- **Limitaciones potenciales: (Riesgos Previsibles):** i) el sector de casinos muestre una tendencia a la baja de ingresos por intereses y utilidades, que pudiera estar sujeto a la leve recuperación económica debido a la pandemia.

### Metodología utilizada

---

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

### Información utilizada para la calificación

---

- **Información financiera:** Estados Financieros auditados de diciembre 2013 a diciembre 2021 de Alta Cordillera, S.A. y de diciembre 2021 de Codere Trust.
- **Proyecciones financieras:** Proyecciones financieras de 2020 a 2024.
- **Emisión:** Prospecto Informativo del Programa Rotativo de Bonos Corporativos según fue aprobado por la Superintendencia del Mercado de Valores mediante Resolución SMV No. 292-19 de 7 de agosto de 2019.
- **Contrato de Fideicomiso Emisor**
- **Contrato de Cesión Irrevocable de Flujos de Efectivo**

### Hechos Relevantes

---

- El 8 de junio 2021, a través de con lo normado por el Acuerdo No. 3-2008 de 31 de marzo de 2008 según fue modificado por el Acuerdo No. 2-2012 de 28 de noviembre de 2012 de la Superintendencia del Mercado de Valores, Codere trust, Un fideicomiso administrado por ASSETS TRUST & CORPORATE SERVICES, INC., y autorizado para el registro y oferta pública de Bonos por virtud de Resolución SMV No. 292-19 de 7 de agosto de 2019, informa: 1. La sociedad fideicomitente Alta Cordillera, S. A., que su sociedad controladora Codere, S. A. (España) ha alcanzado un acuerdo de reestructuración con sus acreedores que aseguraría la viabilidad de la compañía, el cual ha sido ratificado por sus actuales accionistas y bonistas. 2. Este acuerdo involucra la constitución de una nueva cabecera del grupo a través de la cual los acreedores de los bonos senior garantizados existente pasarán a tener un 95% del capital y los actuales accionistas un 5%. 3. De momento, este cambio no modifica a los actuales tenedores de las acciones de Alta Cordillera, S. A., ni los términos o condiciones de la emisión de bonos antes referida.
- A pesar de los cierres de los establecimientos de juegos de suerte y azar producto de la pandemia del COVID-19 en la República de Panamá, así como las restricciones de operación en horario nocturno, Alta Cordillera desembolsó por completo la totalidad de los pagos de intereses correspondientes durante todo el trimestre de 2020 y de 2021.
- A partir del lunes 27 de septiembre de 2021, y a través de decreto presidencial, se eliminó el toque de queda nocturno en la Ciudad de Panamá, pudiendo operar 24 horas en dichos establecimientos, situación que no ocurría desde el 15 de marzo de 2020 (previo a la pandemia de COVID-19).
- En noviembre de 2021 se finalizó el proceso de reestructuración y Codere, S.A. (España) dejó de ser la sociedad matriz del grupo y toda la parte operativa fue transmitida a Codere New Topoco, S.A. una nueva sociedad, este cambio a nivel de la matriz no tiene un efecto inmediato en la posición de Alta Cordillera, S.A. dentro del grupo de sociedades que componen el grupo ni de sus accionistas directos. Tampoco afecta directamente los términos o condiciones de la emisión de bonos antes referida.

### Contexto Económico

---

Para la economía mundial, se ha ralentizado a inicios del año, a medida que va avanzando las nuevas variantes del COVID-19 los países han tomado nuevamente las restricciones a la movilidad. Así como el encarecimiento de la energía, combustibles, y materias primas por causa de los factores geopolíticos entre Rusia y Ucrania, que podrá tener un impacto en la inflación y en las economías de Latinoamérica. Se prevé que el crecimiento mundial se modere de 5.9% en 2021 a 4.4% en 2022 según la perspectiva del Fondo Monetario Internacional. Por otro lado, se estima que continúe el aumento en la inflación debido a los cortes en las cadenas de suministros y los altos precios de energía/combustibles en el transcurso del 2022. Derivado de lo anterior, es importante que los países inicien y diseñen nuevas reformas con el fin de incrementar la inversión y promover el capital humano, y así poder revertir la desigualdad de ingresos y poder hacer frente a los desafíos que se encuentra actualmente el mundo.

Para la región de América Latina y el Caribe, según La Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), tuvo un crecimiento promedio para la región en el año 2021 de 6.2%, gracias a la baja base de comparación que constituyó el año 2020, la mayor movilidad y el favorable contexto externo. Sin embargo, la región enfrentará un 2022 muy complejo, debido a la persistencia e incertidumbre sobre la evolución de la pandemia, fuertes desaceleraciones del crecimiento, bajas inversiones. A pesar de esto, los países han demostrado crecimientos a lo largo del año 2021 y esperan que en el año 2022 las economías avanzadas y emergentes sigan progresando. En 2021, 11 países de América Latina y el Caribe

recuperan los niveles de PIB previos a la pandemia. Y en lo que va del año 2022, se agregarían otros tres, de los 33 países que conforman la región. Por lo que se prevé una mejora a comparación al año 2020 tras su caída del producto Interno Bruto regional del 6,7% (excluyendo Venezuela), demostrando el crecimiento en el año 2021.

Según el Banco Mundial. Panamá cuenta con el desafío de reactivar el crecimiento y garantizar que los beneficios también lleguen a las zonas rurales y a los grupos tradicionalmente excluidos. Uno de los sectores más importantes para la economía panameña es el de construcción, donde se encuentra creciendo positivamente desde el año anterior, pero aún se encuentra por debajo del nivel que se encontraba antes de pandemia. En cuanto, los sectores económicos que presentaron un incremento mayor fueron la pesca (+51.3%), explotación de minas y canteras (+47.9%), construcción (+45.2%), actividades inmobiliarias, empresariales y de alquileres (+40%), otras actividades comunitarias, sociales y personales de servicios (39.4%) y hoteles y restaurantes (+38.5%) y en menores variaciones se encuentran los sectores como transporte, almacenamiento y comunicaciones, industrias manufactureras, suministro de electricidad gas y agua y comercio al por mayor y al por menor. Por otra parte, los sectores que continuaron con una tendencia negativa son: las actividades de servicios sociales y de salud privada (-8%) y la intermediación financiera (-0.7%), lo cual demuestra que la mayoría de los sectores económicos que componen el PIB de Panamá se encuentran en crecimiento.

A diciembre 2021, el índice mensual de actividad económica (IMAE) registro un crecimiento de +16%, en comparación de junio 2020. De igual manera, el índice mensual de actividad económica (IMAE) acumulado de enero a junio 2021, presentó un aumento de +13.05% en comparación del mismo período del año 2020. Esto representa un comportamiento positivo en la economía panameña, mostrando un proceso de recuperación tras el impacto de la pandemia COVID-19

Se espera que se continúe y sea efectivo el proceso de vacunación debido a que esto ayudaría a estabilizar la economía dentro del país, la atracción de nuevas inversiones para generar nuevos empleos. Así como la reactivación y la atracción de los turistas hacia el país. Por otro lado, se espera darle continuidad a las políticas que permitan estimular la recuperación económica y a reforzar las reformas sociales para garantizar el crecimiento que se va notando poco a poco en el país, así como apoyar la recuperación de actividades comerciales y económicas, sobre la micro y pequeñas empresas.

### **Contexto Sector**

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

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

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

### **Análisis del Fideicomitente**

#### **Reseña**

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

Hípica de Panamá, S.A. se constituyó el 11 de abril de 2004, de acuerdo con las leyes de sociedades anónimas de la República de Panamá y su principal actividad son los juegos de azar o actividades que originen apuestas. Hasta el 31 de

octubre de 2012, la compañía ha sido controlada por Codere Panamá, S.A. y a partir del 1 de noviembre de 2012, producto de una reorganización societaria en la cual Codere Panamá, S.A. fue absorbida mediante una fusión por Alta Cordillera, S.A. siendo Alta Cordillera la sociedad controladora a partir de esa fecha.

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

#### **Fideicomiso Emisor:**

##### **CODERE TRUST**

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

Cabe resaltar que el 8 de junio de 2021 CODERE TRUST informo al público que la sociedad Fideicomitente Alta Cordillera, S.A. confirmó que su sociedad controladora Codere, S.A.(España) alcanzó un acuerdo de reestructuración con sus acreedores para asegurar la viabilidad de la compañía cuyo acuerdo fue ratificado por sus actuales accionistas y bonistas. Referido a este proceso de reestructuración se incluyó la constitución de una nueva cabecera del grupo a través de la cual los acreedores de los bonos senior garantizados existente pasaron a tener un 95% del capital y los actuales accionistas un 5% y dicho acuerdo a nivel de sociedad matriz no tendrá efecto directo para los tenedores de los bonos emitidos por CODERE TRUST.

Este proceso de reestructuración financiera ha concluido y comunicado en noviembre de 2021, y Codere, S.A. (España) dejó de ser la sociedad matriz del grupo y toda la parte operativa será transmitida a una nueva sociedad, Codere New Topoco, S.A. Cabe mencionar que este cambio a nivel de matriz no tiene un efecto inmediato en la posición de Alta Cordillera, S.A. dentro del grupo de sociedades que componen el grupo ni de sus accionistas directos. Tampoco afecta directamente los términos o condiciones de la emisión de bonos antes referida.

#### **Gobierno Corporativo<sup>1</sup>**

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

Accionista	Participación
Codere América, S.A.U	69.5%
Ample Fortune	25.0%
Codere Chile Ltda.	5.5%
<b>Total</b>	<b>100.0%</b>

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

Plana Gerencial	
Nombre	Cargo
Lucas Aleman	Director General
Carlos de Oliveira	Director de Operaciones Hípicas
Carlos Aguado	Director de Auditoría Interna
Gabriel Amado	Director de Finanzas
Yolanda Lima Delgado	Subdirectora de Asesoría Legal
Deysi Linan Flores	Director de Recursos Humanos
Zaira Paz Small	Director de Cumplimiento
Pablo Kovalesky	Director de Vigilancia y Seguridad
Dayra Velásquez	Sub Director de Producto
Victor Liao Yau	Gerente de Sistemas Online, Sat e Infraestructura

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

<sup>1</sup> El análisis se obtuvo por medio de nuestra encuesta ESG actualizada en diciembre 2020.

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

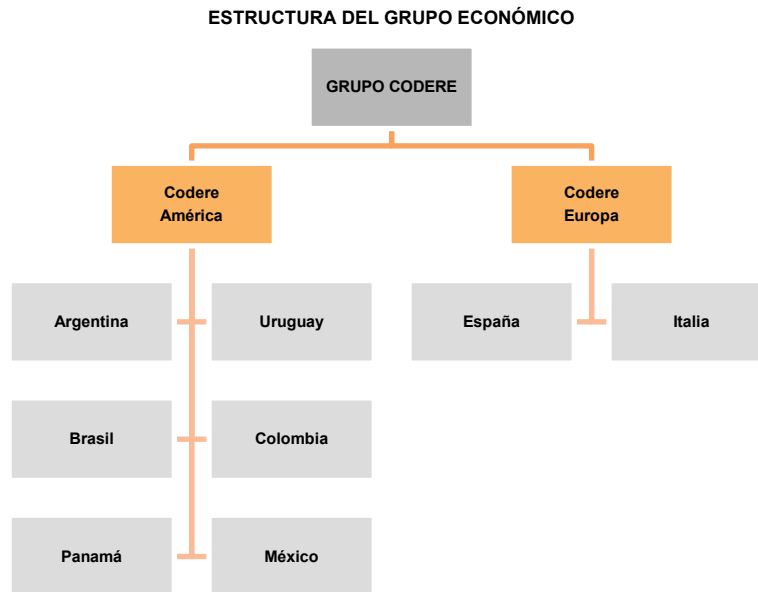
### **Responsabilidad Social Empresarial <sup>2</sup>**

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

### **Grupo Económico**

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

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



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

## **Operaciones y Estrategias**

### **Operaciones**

El Fideicomitente Alta Cordillera, S.A. es una empresa que participa en la industria del Juego de Azar y carreras de caballos en la República de Panamá. En Panamá<sup>3</sup> deportivas y 1 hipódromo. Codere Panamá opera el único hipódromo activo en Centroamérica, el Hipódromo Presidente Remón. Junto al Hipódromo, desarrollan su actividad las agencias hípcas que a través del “simulcasting”, permiten la apuesta en vivo a las carreras realizadas tanto en el país como en el extranjero. Dichas agencias funcionan comercialmente bajo la marca Turff Bet & Sports Bar. Con respecto a las salas de juego, Codere Panamá gestiona 11 casinos que se integran bajo la marca “Crown”, siendo el tercer mercado de salas de juego más grande del Grupo.

<sup>2</sup> El análisis se obtuvo por medio de nuestra encuesta ESG actualizada en diciembre 2020.

<sup>3</sup> Los puntos de apuestas excluyen 41 agencias asociadas para las apuestas hípcas.

### **Estrategias corporativas**

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

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

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

### **Debilidades**

- Los ingresos de Alta Cordillera han tenido un comportamiento decreciente, mostrando una disminución promedio de 19% en los últimos cinco años, incidiendo en la utilidad de la entidad.
- Alta Cordillera y Subsidiaria, S.A., como filial de Grupo Codere, es solidaria de las emisiones que tiene el Corporativo, con una calificación internacional B.
- Durante el último año, la empresa ha tenido una alta dependencia de su Casa Matriz, ya que ha adquirido obligaciones financieras con el Grupo dado que se encuentra invirtiendo en la apertura de dos casinos (ampliación del Riande Aeropuerto y apertura de La Chorrera). Sin embargo, anteriormente la compañía era generadora de excedentes de flujos de efectivo, los cuales eran repatriados a Casa Matriz.

### **Amenazas**

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

### **Plan de contingencia COVID-19**

Debido a la pandemia la compañía realizó iniciativas que actualmente son ahorros plenamente capitalizados y permanentes por un total de 6.149 mil balboas por año. Los puntos más relevantes son:

- Renegociación de alquileres de los principales casinos: Sheraton, Aloft, Continental y Panamá con bajas en todos ellos superiores al 30%.
- Electricidad: Reducción del parque de máquinas no rentable.
- Mantenimiento y Limpieza: Reducción de la plantilla de mantenimiento tercerizada.
- Salarios: Reducción del personal operativo de casinos.

### **Posición competitiva**

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



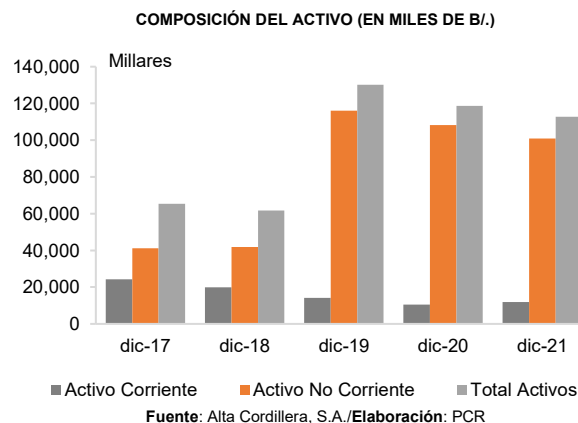
## Análisis Financiero

### Activos

A diciembre de 2021, los activos de Alta Cordillera, S.A. se ubicaron en B/. 112.8 millones, mostrando un decremento interanual de B/. 5.9 millones (-5%), como consecuencia del decremento en los activos no corrientes en B/. 7.3 millones (-6.7%). Los activos no corrientes totalizaron B/. 100.9 millones, mostrando un decremento interanual, este decremento estuvo liderado por Activo por derecho de uso IFRS16 en B/. 4.2 millones (-5.8%), ya que, al 31 de diciembre de 2021, el Grupo opera, como arrendatario, salas de juego, elementos de transporte, máquinas de juegos y otros bienes de menor valor. La duración de los contratos es muy variada y el tipo de activo arrendado (desde contratos de duración de 1 año prorrogables hasta contratos de 20 años de duración). A la hora de definir la vida útil de los activos, se han considerado las opciones de prórroga, en aquellos contratos en los que se prevé que el Grupo ejercerá dicha opción por el rendimiento actual del alquiler o en aquellos contratos de alquiler que están ligados a la duración de las licencias de juego. Los importes de renta, en la mayoría de los casos, se ajustan anualmente. A la fecha de la adopción de NIIF16, el Grupo consideró para la determinación de los activos por derecho de uso la tasa de 9.30%. Durante el 2020, se realizó la renegociación de algunos contratos para aquellas salas que estuvieron cerradas durante los primeros meses de la pandemia, a la fecha no se cuenta con modificaciones adicionales, salvo la ubicación del casino, que cambiará su ubicación a Colón.

Por su parte, se observaron disminuciones en los Activos intangibles en B/. 2.3 millones (-13.8%) y en Mejoras, mobiliario y equipo en B/. 2.2 (-15%), que corresponden principalmente con las obras que se están realizando en los casinos Chorrera en virtud de los contratos firmados entre Alta Cordillera, S. A. e Ingeniería Tecnológica y Desarrollo Industria Inteligente, S.R.L con fecha septiembre de 2019 y Grupo de Contratista Internacional con fecha diciembre 2021. Asimismo, los activos intangibles y las mejoras representaron, conjuntamente, el 26.5% del total de los activos no corrientes; mostrando saldos de B/. 14.3 millones y B/. 12.4 millones, respectivamente.

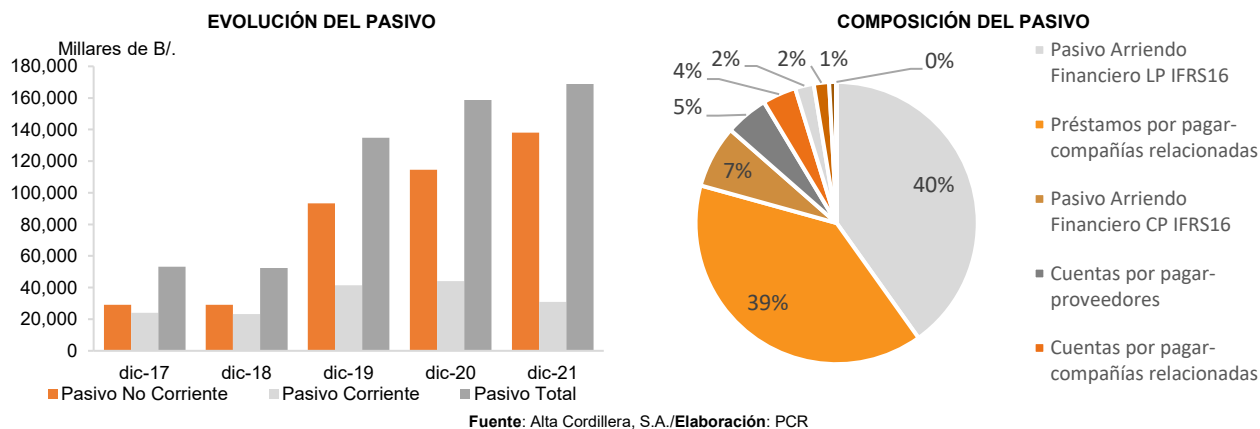
El activo corriente reflejo un alza de B/. 1.4 millones (+13.1 %) a raíz del incremento en B/. 999.1 miles (+23.4%) en el efectivo, ya que se observaron alzas en todas las cuentas que componen la misma, se observó un alza en efectivo en cajas y bóvedas (+18.9%), cuentas corrientes (+31.4%) y a plazo fijo (+4.3%). En diciembre de 2020, se dio con la apertura de una cuenta a Plazo Fijo con la entidad bancaria Capital Bank dando así cumplimiento a unos de los requisitos exigidos por el banco para que la Compañía Hípica de Panamá pueda realizar depósitos en una cuenta corriente, provenientes de las actividades de apuestas deportivas online que próximamente será, los intereses generados desde diciembre 2020 a diciembre 2021 fueron capitalizados por un monto B/. 8.5 miles, incrementando el monto del plazo fijo a B/. 208,5 miles (diciembre 2020 B/.200 miles), adicionalmente la cuenta corriente mantenida por el Fideicomiso por en Canal Bank, S. A., tiene como finalidad mantener la cuenta de reserva de intereses, tal como la indica la Cláusula Quinta del Contrato de Crédito y el Prospecto informativo de los Bonos, en donde se debe mantener como garantía de la facilidad una cuenta de reserva y pago de intereses, que equivaldrá siempre a un año de servicios de la deuda, y que en todo momento como saldo mínimo en la cuenta se deberá mantener un equivalente a un trimestre de pago de intereses de cada una de las Series que sean emitidas. Las cuentas por cobrar a compañías relacionadas también reflejaron un alza de B/. 407.5 miles (+1.12 veces), el cual fue influenciado principalmente por el registro de cuentas por cobrar con Codere Onine Panama, S.A. por B/.418.5 miles y con Codere Colombia por B/. 2.5 miles. Por su parte, los otros activos incrementaron en B/. 288.3 miles (+10.5%), esta cuenta está conformada por anticipo de los proveedores e impuesto sobre la renta pagado por anticipado. La única cuenta de los activos corrientes que reflejo una disminución interanual (B/. -620.1 miles, -54.2%) fueron las cuentas por cobrar neto derivado de la disminución de cuentas por cobrar a empleados en (-59.8%) y a clientes (deudores de sala) en (-3.5%).



## Pasivos

A la fecha de análisis, los pasivos totalizaron B/. 168.8 millones, evidenciando un incremento de B/. 10.2 millones (+6.4%) derivado del incremento registrado como pasivo (a largo plazo). En el pasivo no corriente, se puede observar un incremento principalmente en el financiero a largo plazo, la cual corresponde al pago en los préstamos mantenidos con las compañías relacionadas en B/. 23.6 millones (+55.9%), esto como consecuencia del registro de una deuda con Codere America S.A. en B/. 46 millones, a una tasa de 13.87% con vencimiento en el año 2024, aunado a un alza en los Bonos por pagar en B/. 29.4 miles (+1%), los cuales corresponden a la emisión de la Serie A, con una tasa de interés del 7.5%.

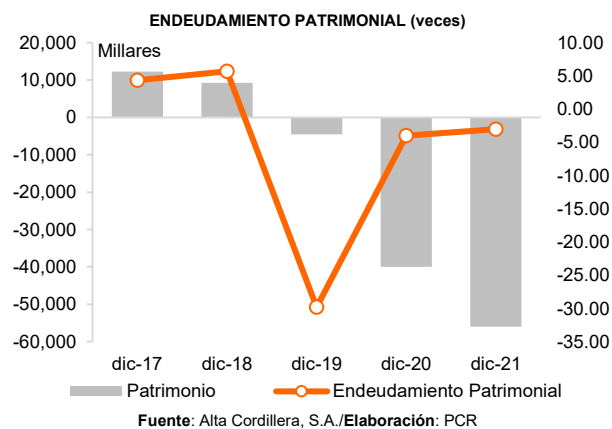
Por su parte el pasivo corriente totalizó B/. 30.8 millones, mostrando un decremento significativo en B/.13.3 millones (-30.2%), dado a la disminución registrada en cuentas por pagar a compañías en B/.10.8 millones (-62.3%), derivado que a la fecha de análisis se canceló en su totalidad la deuda mantenida con Codere International Dos, SAU por B/.4.8 millones y la deuda mantenida con Iberargen por B/.1.6 miles y a una disminución considerable en B/. 7.7 millones (-73.5%) de la deuda sostenida con Codere New Co. S.A.U. Aunado a una disminución de B/. 4.2 millones (-33.8%) en cuentas por pagar a proveedores. Cabe resaltar que en diciembre 2020 y en diciembre 2021 la compañía recibió prestamos de compañías relacionadas para aliviar la situación de liquidez de la empresa, permitiendo cubrir los pagos de los bonos, obteniendo impactos en el alza de la liquidez contando con la capacidad suficiente para sus obligaciones a corto plazo, ya que los préstamos con las compañías relacionadas se tienen contemplado el pago al largo plazo.



## Patrimonio y endeudamiento

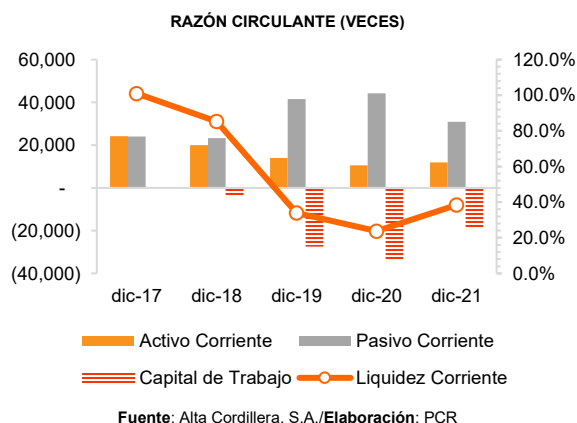
Al 31 de diciembre de 2021, el patrimonio de Alta Cordillera y subsidiarias totalizaron un saldo negativo de B/. 56 millones, evidenciando una importante contracción de B/. 16.1 millones donde el capital en acciones, aportes por fideicomitente y la reserva patrimonial por fusión no mostraron variaciones, sin embargo, el déficit acumulado sí mostró un importante incremento de B/. 12.2 millones, generando el mayor impacto en el saldo negativo del patrimonio. Adicionalmente, la participación no controladora presentó un saldo negativo de B/. 13.9 millones, lo que también afectó negativamente al patrimonio. Esta contracción del patrimonio generó indicadores de solvencia y endeudamiento patrimonial negativos, por lo cual no son representativos y no pueden ser comparados con sus valores históricos. El endeudamiento patrimonial (pasivo/patrimonio) totalizó en -3 veces, en comparación al año anterior (diciembre 2020: -4 veces), no obstante, este valor no es representativo ya que el indicador se ve afectado por un incremento en el saldo negativo del periodo proporcionalmente mayor al alza en los pasivos, por lo cual no se observa una mejora ya que la variación no es representativa.

Actualmente Alta Cordillera se encuentra en proceso de capitalización de parte de la deuda del monto recibido desde inicios de 2020 por la pandemia de COVID-19, por un valor aproximado de 20 millones de USD. Se espera mejorar los resultados a 2022 que han sido afectados por los cierres de COVID-19, ya que en 2021 aún no se ve reflejada la mejora esperada en el patrimonio. No obstante, se toma en consideración que la mayor deuda tomada por Alta Cordillera S.A. corresponde a fondeos de Casa Matriz, por lo cual esto representa una ventaja para la compañía y su plan de capitalización.



### Liquidez y Flujo de Efectivo

Derivado del incremento del activo corriente en B/. 1.4 millones (+13.1%) derivado del incremento en el efectivo (+23.4%) y las cuentas por cobrar a relacionadas (+1.12 veces) y al decremento interanual del pasivo corriente en B/. 13.3 millones (-30.2%) por la disminución en cuentas por pagar a relacionadas (-62.3%) y a proveedores (-33.6%), el capital de trabajo mostró una recuperación interanual, no obstante, totalizó en un saldo negativo de B/. 18.9 millones, a diferencia del año anterior donde presentó un saldo más negativo de B/. 33.7 millones, por lo que la razón circulante a diciembre 2021 totalizó en 0.38 veces, superior en comparación al periodo anterior (diciembre 2020: 0.24 veces). El índice de liquidez inmediata (efectivo y cuentas por cobrar corrientes/pasivos corrientes) se ubicó en 18.8% evidenciando niveles superiores en comparación al año anterior (diciembre 2020: 12.3%), no obstante, al comparar con su valor histórico de los últimos 5 años (23%), esta se encuentra por debajo del mismo. La liquidez refleja un nivel adecuado, por lo cual la empresa podría cumplir con sus obligaciones de pago. Cabe resaltar que en diciembre 2020 y en diciembre 2021 la compañía recibió préstamos de compañías relacionadas para aliviar la situación de liquidez de la empresa, permitiendo cubrir los pagos de los bonos, obteniendo impactos en el alza de la liquidez contando con la capacidad suficiente para sus obligaciones a corto plazo, ya que los préstamos con las compañías relacionadas se tienen contemplado el pago al largo plazo.



Cabe resaltar que se realizó un análisis de flujo de caja de la empresa para las actividades de operación, inversión y financiamiento.

El efectivo al final del año presentó un aumento de B/. 990.6 miles (+24.3%) totalizando B/. 5.1 millones, este aumento se debe principalmente por los flujos de efectivo en las actividades de Financiamiento, este incremento es derivado por los préstamos con las compañías relacionadas en B/. 7.9 millones, derivado del financiamiento recibido con las compañías relacionadas Codere new Company y Codere America, S.A.

De no haber recibido el financiamiento por parte de las compañías relacionadas, el flujo de caja sería negativo para la fecha de análisis, adicional se observa que el efectivo a fin de año de B/. 5.1 millones no son suficientes para pagar los gastos financieros, ya que los gastos financieros se mantienen por encima de B/. 10 millones en los últimos años. No obstante, ya que el flujo de actividades de operación fue mayor (B/. 10.8 millones) al flujo de efectivo de actividades y de financiamiento (B/. 6.3 millones), se muestra el valor positivo y un aumento del efectivo al final de la fecha de análisis.

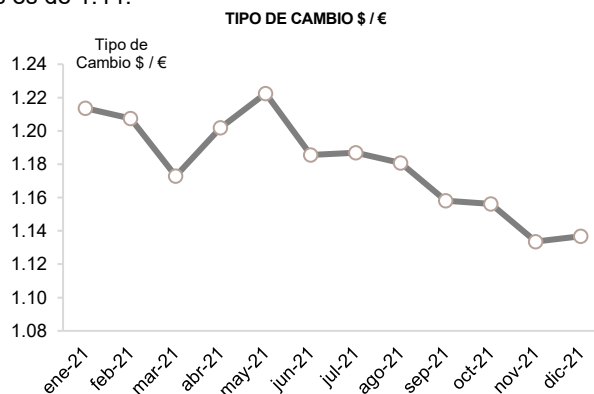
## Flujos de efectivo

Flujos de efectivo cifras expresadas en Balboas B/.	2021	2020	2019
<b>Flujo efectivo de las actividades de operación</b>			
Efectivo neto (utilizado en) provistos por las actividades de operación	10,788,139	-7,036,654	17,183,210
<b>Flujo efectivo en actividades de inversión</b>			
Efectivo neto (utilizado en) provistos por las actividades de inversión	-3,495,066	-3,710,461	-7,673,278
<b>Flujo efectivo en actividades de financiamiento</b>			
Efectivo neto (utilizado en) provistos por las actividades de financiamiento	-6,302,436	12,111,497	-12,796,258
Efectivo al inicio del año	4,074,173	2,709,791	5,996,117
Efectivo final del año	5,064,810	4,074,173	2,709,791

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

## Riesgo Cambiario

Como resultado de las operaciones que Alta Cordillera, S.A. mantiene con compañías relacionadas en Euros, los resultados pueden ser afectados por los movimientos de dicha moneda. El tipo de cambio se mantuvo con variaciones durante el año 2021, derivado de la recuperación económica por la Pandemia COVID-19. El VaR de exposición al tipo de cambio para la fecha de análisis es de 1.14.



Fuente: FRED Economic Data/Elaboración: PCR

## Resultados Financieros

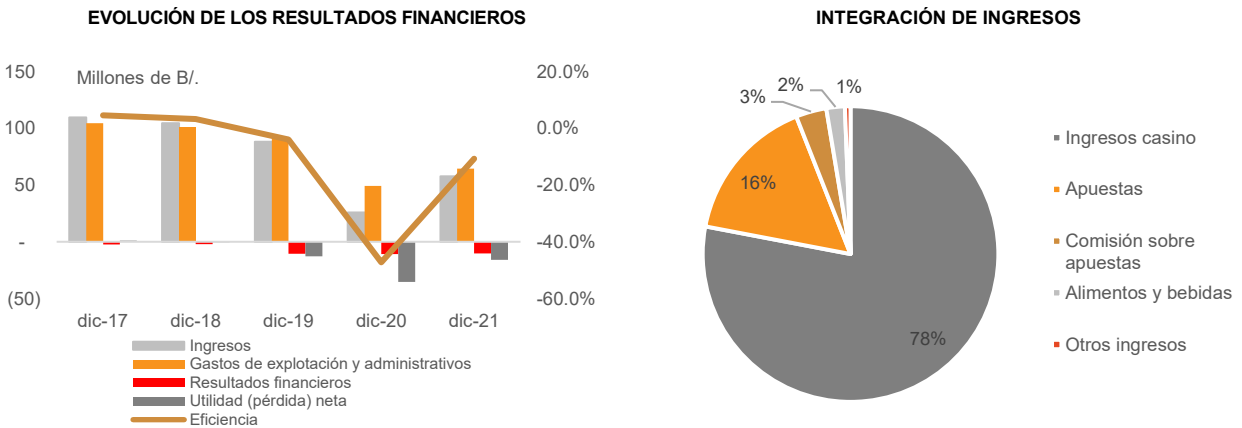
A la fecha de análisis, los ingresos de Alta Cordillera totalizaron B/. 57.7 millones, registrando una importante recuperación interanual de B/. 31.7 millones (+1.22 veces), donde los ingresos por casino incrementaron B/. 25.5 millones (+1.31 veces), los ingresos por apuestas y comisiones incrementaron en B/. 4.9 millones (+1.16 veces) y B/. 1.1 millones (+1.4 veces) y por último los ingresos por alimentos y bebidas incrementaron en B/. 604.8 millones (+1.1 veces), el alza observada en los ingresos es por las reaperturas en el país como consecuencia de la recuperación económica causada por la pandemia COVID-19.

Adicionalmente, los otros ingresos disminuyeron en B/. 486.8 miles (-58.1%) y corresponden al alquiler, taquilla y transacciones de caja. Por su parte, los gastos de explotación y administrativos también mostraron alzas considerables interanuales de B/. 15.5 millones, para totalizar B/. 64.6 millones. Esta alza se debió, principalmente, a los incrementos presentados en otros gastos en B/. 8.5 millones (+54.7%), derivado principalmente de los incrementos interanuales en Aseo de edificio, reparaciones, mantenimiento y servicios públicos básicos.

Los gastos del personal también reflejaron un alza, incrementando en B/. 3.6 millones (+42.4%), derivado de los incrementos en las cuentas de salarios (+47.7%), beneficios a empleados (+40.4%), prestaciones laborales (+37.5%), gratificaciones (+28.3%) e indemnizaciones y primas de antigüedad (+16%), mientras que los gastos categorizados como Consumo y gastos externos incrementaron en B/. 3 millones (+1.3 veces) y por último la participación de junta de control de juegos incrementó en B/. 4.8 millones (+1.5 veces).

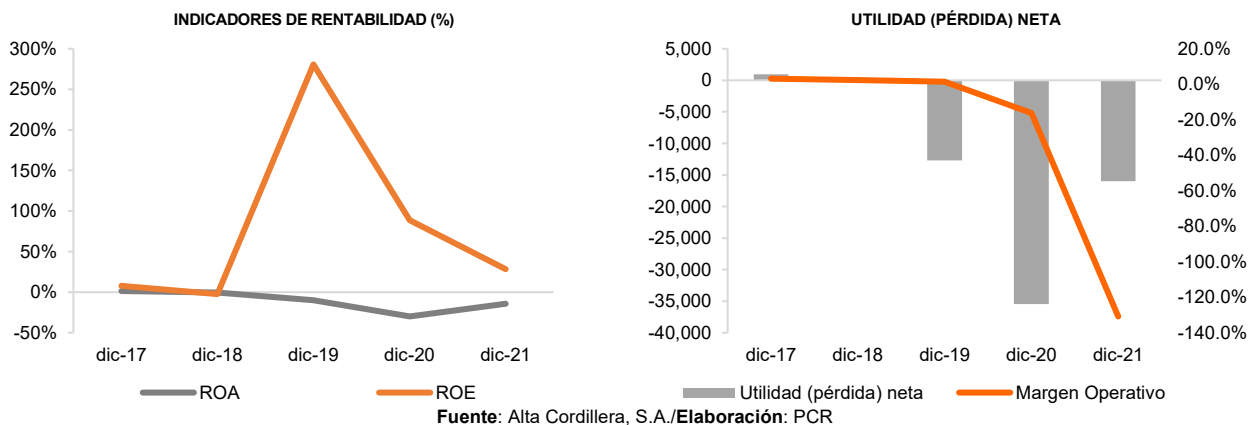
Cabe resaltar que la compañía mostró un incremento en todas sus cuentas, a excepción del gasto correspondiente a la amortización de derecho de uso que decreció por un saldo de B/. 1.3 millones, el cual se encuentra ligado a las cuentas por arrendamiento presentadas en el balance, aunado a una disminución en gastos por depreciaciones y amortizaciones en B/. 1.1 millones (-12.8%) y por último las provisiones para posibles cuentas incobrables disminuyeron en B/. 1.3 millones (-65.9%).

Adicionalmente, los ingresos financieros mostraron una recuperación de B/. 588.4 miles (+79.9%) y los gastos financieros incrementaron en B/. 1.9 millones (+57.1%). Por lo tanto, los resultados financieros netos totalizaron en saldo negativo de B/. 10.1 millones, siendo significativamente menores a los resultados del año anterior (B/. -10.7 millones). Estos resultados aunados al margen operativo (utilidad o pérdida de explotación) por la mejora en los ingresos derivados de las operaciones del casino y al impuesto sobre la renta (B/. 1 millón) ocasionó una mejora significativa en el resultado neto del ejercicio al pasar de una pérdida de B/. 35.4 millones, en diciembre de 2020, a una pérdida de B/. 15.9 millones, a la fecha de análisis.



### Rentabilidad

A diciembre 2021 se reportó una pérdida neta de B/. 15.9 millones como consecuencia del alza en los gastos de explotación y administrativos (+31.2%), a pesar de la recuperación de los ingresos, principalmente en los ingresos por casino (+1.3 veces). De igual forma, los ingresos provenientes de apuestas y comisiones sobre apuestas mostraron una recuperación a la fecha de análisis, luego de ser afectados por la pandemia COVID-19. En este sentido, combinado con el decremento en los activos totales de la compañía a 2021 en B/. 5.9 millones, el indicador de rentabilidad ROA presentó valores negativos, similares a los valores obtenidos en diciembre 2020, por lo cual estos valores no son representativos a la fecha de análisis. Por su parte el ROE se posicionó en 28.5% (diciembre 2020: 88.7%), estos valores no son representativos para el análisis dado que en ambos periodos se obtuvo una pérdida y un patrimonio negativo, el resultado positivo presentado por el ratio entre la utilidad del periodo y su patrimonio para 2020 y 2021 es un reflejo de la proporción negativa menor de dicha utilidad ante el descenso más importante de este segundo.



## Instrumento Calificado

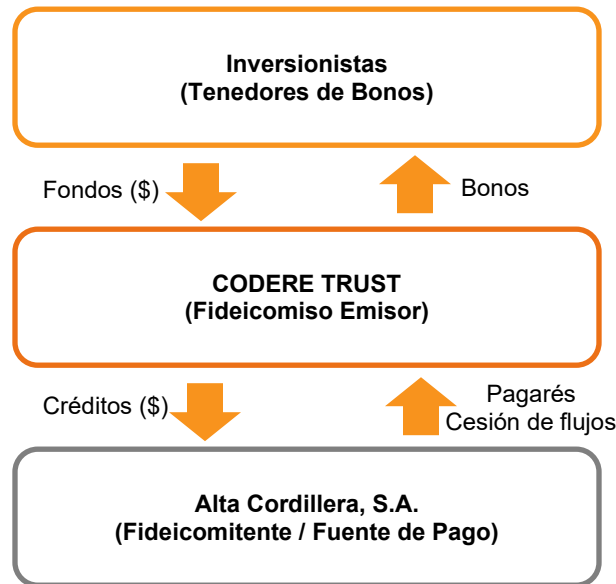
### PRINCIPALES TÉRMINOS Y CONDICIONES DE LA EMISIÓN

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

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

### Estructura del Programa Rotativo

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



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

### Garantías

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Asimismo, el Fideicomiso Emisor mantendrá las siguientes cuentas:

- **Cuenta de concentración:** cuenta bancaria de ahorro o corriente donde se depositará el dinero producto de la venta de bonos, la cesión de los derechos económicos provenientes de las operaciones del Fideicomitente, y el dinero que se reciba en virtud de los créditos otorgados al Fideicomitente. El dinero que se reciba de la cesión de derechos económicos será acumulado en esta cuenta hasta alcanzar el Requerimiento Mensual de Reserva para el pago de interés<sup>4</sup>, para pagar los gastos de emisión, para otorgar préstamos al Fideicomitente, constituir la reserva fija de intereses (si se cuenta con esta reserva) y la amortización de capital.
- **Cuenta de reserva de pago de intereses:** El Fideicomiso Emisor no tiene la obligación de crear una reserva de pago de intereses, y de ser así, se podrá mantener en una cuenta bancaria de ahorro o corriente, el saldo correspondiente a los trimestres de pago de intereses sobre el monto emitido y en circulación. El monto de dicha reserva se especificará en el suplemento informativo, de la Serie de los bonos que cuente con dicho fondo de reserva.
- **Cuenta del Fondo de Amortización:** El Fideicomiso Emisor no tiene la obligación de crear un Fondo de Amortización, y de ser así, podrá mantener en una cuenta de inversión dicho fondo. El cronograma y monto de amortización se especificará en el suplemento informativo de la Serie de los bonos que cuente con dicho fondo de reserva. Estos fondos podrán ser invertidos en depósitos a plazo fijo y otros instrumentos de renta fija con vencimientos no mayor a tres años.

La emisión de Bonos Corporativos Rotativos está respaldada por los bienes fideicomitados a favor del Fideicomiso Emisor (Codere Trust), con una cobertura del 128%.

### Redención Anticipada

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

### Pago de Capital

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

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

### Destino de los Recursos

El Fideicomiso Emisor recibirá con el presente Programa aproximadamente US\$24,657,330 neto de comisiones y gastos estimados. El Fideicomiso Emisor utilizará estos fondos para otorgar Créditos al Fideicomitente, los fondos recibidos por el Fideicomitente serán utilizados para cancelar cuentas por

<sup>4</sup> El valor correspondiente al pago de interés trimestral del monto emitido dividido entre tres (3) ya que los fondos se aprovisionarán mensualmente.



pagar a empresas relacionadas, financiar proyectos de expansión, capital de trabajo y demás usos generales corporativos del Fideicomitente.

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

### Recursos provenientes de la Emisión de Bonos

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

### Bonos en circulación

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

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

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

### Plan de contingencia COVID-19

La compañía no solicitará una extensión de plazo para la cancelación de los bonos dado que el monto de los bonos en circulación puede ser pagado en su totalidad de ser necesario (US\$ 3 millones), dado el EBITDA que estará generando la compañía en 2024, es un escenario que se estima ya sin el impacto generado por la pandemia COVID-19.

### Proyecciones Financieras

A la fecha de elaboración de este informe, el Fideicomiso Emisor realizó ajustes a las proyecciones del flujo de efectivo, tomando en consideración el impacto en la economía en el año 2020 a raíz de la pandemia por COVID19. Es importante mencionar que el flujo de ingresos para el 2021 se observa una recuperación luego al cese de operaciones en el año 2020, este flujo de ingresos toma en consideración la reapertura de los casinos y juegos de azar hasta el mes de octubre de 2020 a la fecha de análisis, y a pesar del incremento de los gastos operativos, se genera un EBITDA positivo para este año. Para el año 2022 en adelante se espera una recuperación gradual del flujo de ingresos lo que genera un EBITDA positivo para los años subsiguientes.

Dentro de los planes de Alta Cordillera, S.A. se tiene en consideración los gastos por inversión en capital de trabajo, así como inversión en mantenimiento, licencias y una expansión del casino en el sector de La Chorrera, que inició para el año 2021. Tomando en consideración estos gastos de inversión, se genera un flujo de caja libre positivo desde el año 2021 al 2024, cabe resaltar que para el flujo sea positivo es debido a los financiamientos obtenidos de compañías relacionadas, los cuales no estaban proyectados en su momento, permitiendo obtener una caja positiva y un aumento en el efectivo a final del año 2021. Ya que, según los datos observados, los ingresos por casino fueron menores en B/. 16.3 millones (-22.1%), ya que no se ha logrado una recuperación post pandemia luego del cese de operaciones.

Por su parte, a diciembre 2021, se tiene un monto en circulación sobre la emisión de deuda de B/. 3 millones de la Serie A de los Bonos Corporativos Rotativos. Dentro de los planes de emisión de deuda, se espera aumentar a un monto total de B/. 25 millones en el año 2022 y luego realizar amortizaciones de pago empezando en 2022 hasta el 2024. Cabe destacar, que el monto esperado de la emisión es pequeño en comparación al flujo de ingresos que se espera generar

por parte del Fideicomiso Emisor, con una cobertura de 14.2 veces del flujo de caja libre sobre gastos financieros en 2023 y hasta una cobertura holgada en el año 2024. Cabe mencionar que los únicos años que detalla valores negativos en la cobertura es el período de 2021 y 2022, derivado que son los períodos donde el indicador es afectado por la pérdida obtenida en diciembre de 2020 por la pandemia, derivado de la disminución de los ingresos en comparación de los gastos. Es importante mencionar, que, en caso de ser necesario, el Emisor tiene la garantía de tomar el flujo de ingresos proveniente de Alta Cordillera, S.A. para el pago de los intereses; por lo que, a la fecha de análisis, el pago de intereses sobre las series emitidas ha sido pagadas. Se espera que con el crecimiento promedio de los ingresos en un 12%, se logre obtener una recuperación en las utilidades de la empresa y que esta sea sostenible en los 5 años de la emisión. Donde a la fecha de análisis la cobertura del EBITDA sobre los gastos financieros del bono se ubicó en 3.9 veces, ubicando una adecuada cobertura sobre los pagos de la emisión y al considerar los pagos de las amortizaciones se espera una cobertura promedio de 2 veces, siempre que los ingresos estén alineados a la proyección y se muestre una recuperación del déficit obtenido en los años 2020 y 2021.

#### PRESUPUESTO 2021

Cifras en B/.	Real 2021	P 2021	P 2022	P 2023	P 2024
Ingresos por juegos - apuestas	57,374,361	73,682,789	89,194,955	98,114,450	103,020,173
Otros ingresos	351,758	3,804,727	4,605,723	5,066,295	5,319,610
Impuestos sobre apuestas	-15,846,447	-10,311,687	-12,482,569	-13,730,826	-14,417,367
Gastos operativos	-32,934,943	-48,946,977	-53,297,820	-57,081,965	-58,223,604
Gastos de Casa Matriz	-8,070,377	-8,677,828	-9,762,556	-9,762,556	-9,762,556
<b>EBITDA</b>	<b>874,352</b>	<b>9,551,023</b>	<b>18,257,732</b>	<b>22,605,398</b>	<b>25,936,255</b>
<b>Flujo de inversión</b>	<b>-11,079,790</b>	<b>-12,956,966</b>	<b>-7,729,252</b>	<b>-6,993,812</b>	<b>-6,906,669</b>
Expansión (Casino La Chorrera - obra 2021)	-3,303,720	-5,800,000	-500,000	0	0
Depreciación y amortización	-7,776,070	-7,156,966	-7,229,252	-6,993,812	-6,906,669
<b>Flujo Financiamiento</b>	<b>-6,527,436</b>	<b>-1,937,500</b>	<b>-7,945,313</b>	<b>-7,460,938</b>	<b>-12,742,188</b>
Bonos por pagar	155,920	0	-6,250,000	-6,250,000	-12,500,000
Préstamos compañías relacionadas	7,896,094	0	0	0	0
Pagos alquileres capitalizados	-14,354,450	0	0	0	0
Gastos por intereses	-225,000	-1,937,500	-1,695,313	-1,210,938	-242,188
<b>Flujo de caja</b>	<b>990,637</b>	<b>898,205</b>	<b>13,052,095</b>	<b>17,899,761</b>	<b>20,230,617</b>
<b>Flujo de caja acumulado</b>	<b>5,064,810</b>	<b>-13,816,172</b>	<b>-764,077</b>	<b>17,135,683</b>	<b>37,366,300</b>

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

#### INDICADORES COBERTURA

Indicadores de cobertura	R 2021	P 2021	P 2022	P 2023	P 2024
EBITDA/Gastos financieros	3.89	4.93	10.77	18.67	107.09
EBITDA/Servicio de Deuda	2.30	4.93	2.30	3.03	2.04
Flujo de caja acumulado/Gastos Financieros	22.51	-7.13	-0.45	14.15	154.29
Flujo de caja acumulado/Servicio de deuda	13.30	-7.13	-0.10	2.30	2.93

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

## **Análisis de sensibilidad de flujos proyectados**

### **Escenario: Decremento de los ingresos por juegos - apuestas**

Para el siguiente escenario se realizó un análisis de sensibilidad donde se reducen los ingresos proyectados en un promedio de 10% derivados de los juegos y apuestas, para que la cobertura sea ajustada a 1, se observa que al realizar esto sin una reducción del impuestos sobre apuestas, se mantiene un EBITDA positivo, aunado a flujo de caja positivos en todos los años proyectados, obteniendo una recuperación en el flujo acumulado en el año 2023, por lo cual la compañía podría enfrentar en el pago de la deuda sin complicaciones y cumplir con sus obligaciones, siempre que los ingresos no muestren una disminución proporcionalmente mayor a su disminución máxima.

Cabe resaltar que se realizó este escenario para ajustar la cobertura a 1, no obstante, este escenario es levemente probable ya que la disminución máxima de los ingresos no puede superar un 10%, sin embargo, es importante mencionar, que, en caso de ser necesario, el Emisor tiene la garantía de tomar el flujo de ingresos proveniente de Alta Cordillera, S.A. para el pago de los intereses.

#### **MODELO SENSIBILIZADO**

<b>Cifras en B/.</b>	<b>P 2022</b>	<b>P 2023</b>	<b>P 2024</b>
Ingresos por juegos - apuestas	78,882,535	82,969,990	89,826,106
Otros ingresos	4,605,723	5,066,295	5,319,610
Impuestos sobre apuestas	-12,482,569	-13,730,826	-14,417,367
Gastos operativos	-53,297,820	-57,081,965	-58,223,604
Gastos de Casa Matriz	-9,762,556	-9,762,556	-9,762,556
<b>EBITDA</b>	<b>7,945,312</b>	<b>7,460,937</b>	<b>12,742,188</b>
<b>Flujo de inversión</b>	<b>-7,729,252</b>	<b>-6,993,812</b>	<b>-6,906,669</b>
Expansión (Casino La Chorrera - obra 2021)	-500,000	0	0
Depreciación y amortización	-7,229,252	-6,993,812	-6,906,669
<b>Flujo Financiamiento</b>	<b>-7,945,313</b>	<b>-7,460,938</b>	<b>-12,742,188</b>
Bonos por pagar	-6,250,000	-6,250,000	-12,500,000
Préstamos compañías relacionadas	0	0	0
Pagos alquileres capitalizados	0	0	0
Gastos por intereses	-1,695,313	-1,210,938	-242,188
<b>Flujo de caja</b>	<b>13,052,095</b>	<b>17,899,761</b>	<b>20,230,617</b>
<b>Flujo de caja acumulado</b>	<b>-686,141</b>	<b>15,387,844</b>	<b>33,554,938</b>

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

#### **INDICADORES SENSIBILIZADOS**

<b>Indicadores de cobertura</b>	<b>P 2022</b>	<b>P 2023</b>	<b>P 2024</b>
EBITDA/Gastos financieros	4.69	6.16	52.61
EBITDA/Servicio de Deuda	1.00	1.00	1.00
Flujo de caja acumulado/Gastos Financieros	-0.40	12.71	138.55
Flujo de caja acumulado/Servicio de deuda	-0.09	2.06	2.63

### **Nota sobre información empleada para el análisis**

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

## Anexos

### Alta cordillera, S.A. y Subsidiaria

Balance General Alta Cordillera, S.A. y Subsidiaria (Cifras en miles de B/.)	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
<b>Activo</b>					
<b>Activo Corriente</b>	<b>24,254</b>	<b>19,927</b>	<b>14,076</b>	<b>10,497</b>	<b>11,872</b>
Efectivo	7,004	5,996	2,710	4,274	5,273
Cuentas por cobrar	7,079	6,055	3,524	1,144	524
Cuentas por cobrar compañías relacionadas	282	364	364	364	771
Inventarios	2,767	2,937	2,651	1,742	1,821
Gastos Pagados por anticipado	871	552	423	207	429
Otros activos	6,251	4,024	4,398	2,744	3,033
<b>Activo No Corriente</b>	<b>41,135</b>	<b>41,799</b>	<b>116,146</b>	<b>108,216</b>	<b>100,937</b>
Mejoras, instalaciones técnicas, mobiliario y equipo	13,287	16,618	17,257	14,603	12,407
Activo intangible	23,175	20,988	19,394	16,605	14,322
Cuentas por cobrar	-	-	73,095	71,724	67,570
Impuesto sobre la renta diferido	-	-	73,095	71,724	67,570
Activo por derecho de uso IFRS16	13,287	16,618	17,257	14,603	12,407
Fondo de cesantía	2,390	2,146	1,963	2,091	2,399
Otros activos no corrientes	506	515	533	710	706
<b>Activos</b>	<b>65,389</b>	<b>61,726</b>	<b>130,221</b>	<b>118,713</b>	<b>112,809</b>
<b>Pasivo</b>					
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>24,016</b>	<b>23,348</b>	<b>41,489</b>	<b>44,168</b>	<b>30,845</b>
Cuentas por pagar-proveedores	8,751	6,715	10,887	12,533	8,295
Cuentas por pagar-compañías relacionadas	10,245	14,245	11,743	17,263	6,511
Préstamos por pagar	-	-	-	-	-
Pasivo Arriendo Financiero CP IFRS16	5,020	2,388	2,971	2,528	3,612
Gastos e impuestos acumulados por pagar y otros	5,020	2,388	2,971	2,528	3,612
<b>Pasivo No Corriente</b>	<b>29,154</b>	<b>29,154</b>	<b>93,251</b>	<b>114,481</b>	<b>137,969</b>
Depósitos de agencias locales	41	51	66	76	79
Bonos por pagar	-	-	2,555	2,926	2,955
Préstamos por pagar-compañías relacionadas	27,550	27,970	28,570	42,308	65,956
Pasivo Arriendo Financiero LP IFRS16	-	-	60,818	67,803	67,621
Prima de antigüedad	1,563	1,134	1,243	1,368	1,358
Otros	-	-	-	-	-
<b>Pasivos</b>	<b>53,169</b>	<b>52,502</b>	<b>134,740</b>	<b>158,649</b>	<b>168,814</b>
<b>Patrimonio</b>					
Capital en acciones	22,425	22,425	22,425	22,425	22,425
Deficit acumulado	-	8	31	31	31
Deficit acumulado	(1,102)	(3,216)	(12,731)	(39,304)	(51,490)
Reserva patrimonial por fusión	(11,251)	(11,251)	(11,251)	(11,251)	(11,251)
Valoración actuarial	(152)	(152)	(256)	(199)	(65)
Impuesto complementario	(765)	(905)	(1,617)	(1,662)	(1,663)
Participación de la controladora	9,155	6,908	(3,399)	(29,961)	(42,014)
Participación no controladora	3,064	2,315	(1,120)	(9,974)	(13,992)
<b>Total Patrimonio</b>	<b>12,220</b>	<b>9,224</b>	<b>(4,519)</b>	<b>(39,936)</b>	<b>(56,005)</b>

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

### ESTADO DE RESULTADOS

Estado de Ganancias y Pérdidas (Cifras en miles de B/.)	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
<b>Ingresos</b>	<b>109,580</b>	<b>104,557</b>	<b>88,318</b>	<b>25,996</b>	<b>57,726</b>
Ingresos casino	83,411	78,300	64,484	19,498	45,026
Alimentos y bebidas	5,022	4,408	3,422	561	1,166
Apuestas	14,016	13,643	12,410	4,278	9,248
Comisión sobre apuestas	3,037	2,757	2,606	821	1,935
Otros ingresos	4,094	5,449	5,396	839	352
<b>Total Gastos de explotación y administrativos</b>	<b>104,738</b>	<b>101,165</b>	<b>91,902</b>	<b>49,277</b>	<b>64,628</b>
Participación de Junta de Control de Juegos	13,345	12,742	10,727	3,259	8,070
Consumos y otros gastos externos	13,326	9,112	8,179	2,429	5,468
Gastos de personal	19,008	19,503	15,202	8,558	12,187
Depreciación y amortización	8,935	8,738	8,908	8,918	7,776
Amortización de derecho de uso	-	-	8,036	7,603	6,336
Otros gastos	49,860	48,351	38,395	15,503	23,982
Provisiones para posibles cuentas incobrables	263	2,719	2,454	1,965	670
<b>Utilidad de explotación</b>	<b>4,842</b>	<b>3,392</b>	<b>(3,583)</b>	<b>(23,281)</b>	<b>(6,902)</b>
Resultados financieros	(2,245)	(1,957)	(10,682)	(10,731)	(10,145)
<b>Utilidad antes de impuesto sobre la renta</b>	<b>2,597</b>	<b>1,436</b>	<b>(14,266)</b>	<b>(34,011)</b>	<b>(17,047)</b>
Impuesto Sobre la Renta	1,650	1,652	(1,579)	1,420	(1,078)
<b>Utilidad (pérdida) neta</b>	<b>947</b>	<b>(216)</b>	<b>(12,687)</b>	<b>(35,431)</b>	<b>(15,969)</b>

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

### INDICADORES FINANCIEROS

Rentabilidad	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
ROA	1.45%	N/A	N/A	N/A	N/A
ROE	7.75%	N/A	N/A	N/A	N/A
ROAA	1.45%	N/A	N/A	N/A	N/A
ROAE	7.75%	N/A	N/A	N/A	N/A
EFICIENCIA (U.Op/Gtos Admin)	4.6%	3.4%	-3.9%	-47.2%	-10.7%
<b>Cobertura</b>					
EBIT	4,842,001	3,392,304	-3,583,432	-23,280,580	-6,901,718
EBIT (ANUALIZADO)	4,842,001	3,392,304	-3,583,432	-23,280,580	-6,901,718
EBITDA	13,776,507	12,130,261	5,324,317	-14,362,086	874,352
EBITDA (ANUALIZADO)	13,776,507	12,130,261	5,324,317	-14,362,086	874,352
GASTOS FINANCIEROS	1,671,401	2,636,644	3,815,252	3,467,244	5,448,314
EBITDA / DEUDA TOTAL	0.32	0.23	0.11	-0.31	0.02
EBIT/ GASTOS FINANCIEROS (VECES)	2.9	1.3	-0.9	-6.7	-1.3
EBITDA / TOTAL GASTOS FINANCIEROS (Emisión y Compañías relacionadas)	8.2	4.6	1.4	-4.1	0.2
<b>Liquidez</b>					
CAPITAL DE TRABAJO	237,755	-3,420,630	-27,413,698	-33,671,341	-18,973,201
Razón Circulante	1.01	0.85	0.34	0.24	0.38
Activo Corriente	24,253,544	19,927,179	14,075,595	10,496,936	11,872,193
Pasivo Corriente	24,015,789	23,347,809	41,489,293	44,168,277	30,845,394
Liquidez Corriente	101.0%	85.3%	33.9%	23.8%	38.5%
Liquidez inmediata	17.4%	51.6%	15.0%	12.3%	18.8%
<b>Solvencia y Endeudamiento</b>					
ENDEUDAMIENTO TOTAL (PASIVO/ PATRIMONIO)	4.4	5.7	-29.8	-4.0	-3.0
PASIVO/ EBITDA	3.9	4.3	25.3	-11.0	193.1
PATRIMONIO/ ACTIVO	18.7%	14.9%	-3.5%	-33.6%	-49.6%
PATRIMONIO/ PASIVO	23.0%	17.6%	-3.4%	-25.2%	-33.2%
Endeudamiento del activo	81%	85%	103%	134%	150%
<b>Márgenes de Utilidad</b>					
Margen Bruto	4.4%	3.2%	-4.1%	-89.6%	-12.0%
Margen Operativo	2.4%	1.4%	-16.2%	-130.8%	-29.5%
Margen Neto	0.9%	-0.2%	-14.4%	-136.3%	-27.7%

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

## Codere Trust No. 190

Balance General Codere Trust No. 190 (Cifras en miles de B/.)	dic-19	dic-20	dic-21
<b>Activo</b>			
Efectivo y equivalente de efectivo	333	198	194
Préstamo por cobrar	2,200	2,650	2,650
Impuesto pagado por anticipado	0	0	0
Intereses por cobrar	6	22	22
<b>Total activos</b>	<b>2,538</b>	<b>2,869</b>	<b>2,866</b>
<b>Pasivo</b>			
Cuentas por pagar proveedores	1	0	0
Bonos por pagar	2,555	2,962	2,982
Interes acumulados por pagar bono	19	22	22
Provisión de gastos	0	0	11
<b>Total pasivo</b>	<b>2,575</b>	<b>2,984</b>	<b>3,015</b>
<b>Patrimonio</b>			
Aporte del fideicomiso	41	101	221
Utilidades retenidas	0	-78	-215
Pérdida del período	-78	-138	-154
<b>Total patrimonio</b>	<b>-37</b>	<b>-114</b>	<b>-149</b>
<b>Pasivo + patrimonio</b>	<b>2,538</b>	<b>2,869</b>	<b>2,866</b>

Fuente: Codere Trust No. 190 /Elaboración: PCR

Estado de Ganancias y Pérdidas (Cifras en miles de B/.)	dic-19	dic-20	dic-21
Intereses ganados - sobre préstamo	47	196	202
Intereses ganados - cuenta de ahorros	3	3	6
Otros ingresos	0	26	26
<b>Total ingresos por intereses</b>	<b>48</b>	<b>197</b>	<b>202</b>
Gastos por interés sobre bonos	60	225	228
Gastos de emisión de bonos	3	10	10
<b>Total de gastos de operaciones, netos</b>	<b>63</b>	<b>235</b>	<b>238</b>
Gastos bancarios	1	3	1
Gastos generales y administrativos	63	99	118
<b>Total gastos</b>	<b>125</b>	<b>334</b>	<b>356</b>
<b>Utilidad / Pérdida neta</b>	<b>-78</b>	<b>-138</b>	<b>-154</b>

Fuente: Codere Trust No. 190 /Elaboración: PCR