

MLPA20/0181

Panamá, 13 de enero de 2020

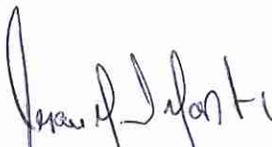
Licda.  
Olga Cantillo  
Vicepresidenta Ejecutiva y Gerente General  
**BOLSA DE VALORES DE PANAMA**

Estimada Licda. Cantillo:

Sirva la presente para saludarle y a su vez adjuntarle el Informe Final de Clasificación de Riesgo del Star Group Investment, S.A. (Bonos Corporativos), el mismo que ha sido elaborado con información financiera al 30 de septiembre de 2019.

Sin otro particular, nos despedimos.

Atentamente,



Juan Mantel Martans  
Gerente General

**INFORME DE CALIFICACIÓN**

Sesión de Comité:  
13 de enero de 2020

**Actualización**

**CALIFICACIÓN\***

**Star Group Investments, S.A.**

Domicilio	Panamá
Bonos Corporativos	BBB.pa

(\* La nomenclatura ".pa" refleja riesgos solo comparables en Panamá. Para mayor detalle sobre la definición de las calificaciones e instrumentos evaluados, ver Anexo I.

Ana Lorena Carrizo  
VP – Senior Analyst / Manager  
[ana.carrizo@moodys.com](mailto:ana.carrizo@moodys.com)

Roberto Vallejo  
Associate Analyst  
[roberto.vallejo@moodys.com](mailto:roberto.vallejo@moodys.com)

**SERVICIO AL CLIENTE**

Panamá +507 214 3790

**Star Group Investments, S.A.**

**Resumen**

Moody's Local PA Calificadora de Riesgo S.A. (en adelante Moody's Local PA) decidió ratificar la categoría BBB.pa a la Serie A de Bonos Corporativos por hasta US\$35.0 millones de Star Group Investments, S.A. (en adelante, Star Group, o el Emisor), la misma que se encuentra contemplada dentro de un Programa Rotativo de hasta US\$70.0 millones.

La decisión se sustenta en el respaldo que otorga la estructura de la emisión, la misma que contempla la cesión de bienes inmuebles a un fideicomiso de garantía, así como la cesión de los flujos provenientes de los cánones de arrendamiento que reciben de sus relacionadas, los cuales son depositados en la Cuenta de Concentración de manera que puedan ser administrados por el Fideicomiso para el pago del Servicio de Deuda. De igual manera, la emisión contempla la cesión de las pólizas de seguro sobre las fincas hipotecadas, así como la existencia de una Cuenta de Reserva I que debe cubrir un tercio del siguiente Servicio de Deuda. Adicionalmente, la estructura contempla una Cuenta de Reserva II, a la cual se transfieren los excedentes de efectivo para ser utilizados para la amortización del Balloon Payment. La calificación también considera la cobertura que proporciona el valor de los bienes inmuebles sobre los US\$25.5 millones emitidos de la Serie A, la cual alcanza un nivel 1.92 veces al 30 de septiembre de 2019, en cumplimiento con el nivel mínimo establecido en la estructura de la emisión (1.40 veces). No menos importante resulta el respaldo que los accionistas otorgan al Emisor, los cuales cuentan con experiencia y trayectoria en los sectores inmobiliario y comercial.

No obstante lo anterior, limita la calificación, la elevada palanca financiera (Deuda Financiera / EBITDA) que registra el Emisor. Asimismo, se toma en consideración el poco peso que mantiene el capital suscrito dentro del patrimonio a la fecha de análisis (0.10%), comprendiéndose el patrimonio por las utilidades de ejercicios previos, las cuales corresponden principalmente a la revalorización de activos por US\$30.2 millones registrada en el ejercicio 2016. Lo anterior adquiere mayor relevancia al considerar que el nivel patrimonial actual le confiere al Emisor espacio para seguir adquiriendo deuda financiera dentro del ratio de incurrimiento de 3.0 (Deuda Financiera / Patrimonio Total Ajustado) establecido dentro de la estructura de emisión. También pondera negativamente la carga financiera que registra Star Group, manteniendo niveles de cobertura de gastos financieros ajustados de acuerdo a las métricas de Moody's Local. De igual manera la calificación también pondera la dependencia que tiene el Emisor sobre sus partes relacionadas para la realización de su actividad, las cuales le confieren el soporte administrativo, así como los flujos necesarios para el pago de sus obligaciones.

Finalmente, Moody's Local validará la continuidad en los contratos de arrendamiento a fin de observar el desarrollo en los índices de cobertura y los resguardos financieros. En este sentido, Moody's Local comunicará oportunamente al mercado cualquier modificación en la percepción de riesgo de los instrumentos colocados en el mercado.

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

- » Disminución progresiva en el nivel de deuda del Emisor
- » Fortalecimiento del patrimonio.
- » Mejora sostenible en la generación del Emisor que posibilite incrementar las coberturas que proporcionan el Flujo de Caja Operativo y el EBITDA sobre el servicio de la deuda, así como reducción de la palanca financiera.
- » Establecimiento de Políticas de Buen Gobierno Corporativo.

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

- » Aumento significativo de la deuda y/o disminución relevante en los flujos operativos del Emisor.
- » Incumplimiento de alguno de los resguardos y/o compromisos por parte del Emisor, así como que las garantías no cubran el saldo insoluto a capital de la emisión.
- » Ajuste en los términos y condiciones de los Bonos que termine afectando el respaldo de la estructura.

### Limitantes encontradas durante el proceso de evaluación

- » Ninguna

### Indicadores Clave

Tabla 1

#### STAR GROUP INVESTMENTS, S.A.

	Sep-19 LTM	Dic-18	Dic-17	Dic-16	Dic-15
Activos (US\$/Miles)	68,384	67,304	64,677	57,398	4,014
Ingresos (US\$/Miles)	3,133	2,952	2,914	2,904	347
EBITDA (US\$/Miles)	2,958	2,822	2,705	2,615	161
Deuda Financiera / EBITDA	11.04x	11.64x	12.53x	10.96x	3.43x
EBITDA / Gastos Financieros	1.44x	1.37x	1.53x	1.51x	1.90x
FCO / Servicio de la Deuda	0.20x	1.24x	0.76x	0.86x	11.67x

Fuente: Star Group / Elaboración: Moody's Local PA

Tabla 2

#### RESGUARDOS DE LA EMISIÓN

	Límite	Sep-19	Jun-19	Mar-19	Dic-18
Total Patrimonio Administrado / Monto en Circulación	>1.40x	1.92x	1.91x	1.91x	1.91x

Fuente: Star Group / Elaboración: Moody's Local PA

## Generalidades

### Descripción de la Estructura

Los Bonos se emitieron bajo un programa rotativo de hasta por US\$70.0 millones, el cual contempla la realización de amortizaciones periódicas sobre el saldo insoluto a capital de los bonos emitidos y en circulación. A medida que el Emisor vaya reduciendo el saldo a capital de los bonos éste podrá emitir y ofrecer nuevos bonos hasta por un valor nominal igual al monto reducido. A la fecha del Informe, Star Group, mantiene la Serie A en circulación, la misma que fue colocada el 15 de octubre de 2018 por US\$25.5 millones. En la estructura del Programa de Bonos, Star Group cede la totalidad de los flujos provenientes de los contratos de arrendamiento al Fideicomiso administrado por Icaza Trust Corporation. Los flujos son originados por los locatarios de sus propiedades, las empresas relacionadas Mega Storage. El Fideicomiso de Garantía que funge como garantía para la Serie A y demás series garantiza a ser emitidas por Star Group contempla, entre otros, los siguientes bienes y derechos, los mismos que han sido cedidos al Fideicomiso: i) ocho fincas propiedad de Star Group Investments, S.A. por un valor de venta rápida de US\$48.8 millones, ii) cesión de los contratos de arrendamiento suscritos entre el Fideicomitente Emisor y las compañías relacionadas ( Mega Rent JD, S.A., Mega Rent PTY, S.A. y Mega Rent Trans, S.A), iii) cesión de las pólizas de seguros sobre los bienes inmuebles, incluyendo una póliza de incendio que tenga una cobertura de al menos un ochenta por ciento (80%) del valor de las mejoras según se detalla en los respectivos avalúos de los bienes inmuebles, iv) los flujos de dinero depositados en las cuentas del Fideicomiso producto de los dineros provenientes de la venta de los Bonos. La estructura contempla también una Cuenta de Reserva I que permita cubrir en todo momento un tercio del siguiente pago de intereses y capital, así como una Cuenta de Reserva II para disponer de los excedentes para realizar amortizaciones parciales de la cuota *balloon*. Mayor detalle sobre la estructura se detalla en el Anexo III.

### Entidades Participantes

#### El Emisor – Star Group Investments, S.A.

Star Group Investment, S.A. es una empresa inmobiliaria que se dedica al alquiler de sus instalaciones a las compañías relacionadas Mega Rent JD S.A, Mega Rent PTY, S.A., Mega Rent Trans S.A., Mega Rent CDR, S.A. y Mega Rent Colombia. En total, Star Group mantiene cinco proyectos en operación, de los cuales cuatro se sitúan en Panamá y cuentan con un área útil alquilable de 35,254 m<sup>2</sup>. Durante el año 2016, mediante Escritura Pública No.3614 se protocolizó el convenio de fusión por absorción entre las sociedades Mega Storage Holding, Inc. con Lawdale Business, S.A. y Star Group Investments, S.A. sobreviviendo la sociedad Star Group Investments, S.A. También en el 2016, la sociedad S.H., S.A. adquirió el 100% de las acciones de Star Group Investments, S.A. Esta adquisición no involucró un cambio de control accionario. Cabe mencionar además que en noviembre de 2017 Star Group Investments, S.A. cedió la titularidad de las acciones de las compañías Mega Rent JD S.A, Mega Rent PTY, S.A, Mega Rent Trans, S.A. Mega Rent Operating Properties Corp. a Fundación Mega Rent y Rent Foundation. El Emisor no tiene empleados, y recibe los siguientes servicios administrativos de su relacionada Parménides, S.A. sin cargo alguno: gestión de bienes inmuebles, manejo de contabilidad, finanzas, relaciones bancarias, gestión de proyectos y supervisión de operación. Parménides, S.A. opera bajo el nombre comercial Dream Properties. Star Group alquila sus propiedades a sus relacionadas que se encuentran bajo la marca de Mega Storage. Dichas empresas, a su vez, proceden con la distribución de los espacios disponibles en los locales y los convierten en pequeños depósitos, los cuales serán ofrecidos al público a través de contratos de alquiler de corto plazo y renovables.

#### El Fiduciario – Icaza Trust Corporation, S.A.

La estructura de los Bonos Corporativos emitidos por Star Group ha designado a Icaza Trust Corporation, S.A. para que actúe como Fiduciario en beneficio de los inversionistas, quien se encarga de gestionar los bienes que han sido cedidos por el Emisor, además de ejercer el debido monitoreo acerca del valor de los mismos, a fin de validar el cumplimiento de las cláusulas pertinentes. Cabe señalar que no se cuenta con las cifras financieras del Fiduciario.

### Desarrollos Recientes

Como hecho de importancia, el 16 de septiembre del presente ejercicio el Emisor realizó una amortización parcial de la cuota *Balloon* de la Serie A, acogiendo a la figura del *cash sweep* que le permite su estructura. Producto de lo anterior, el saldo en circulación de los bonos es menor en US\$183.6 miles.

## Análisis financiero de Star Group Investments, S.A.

### Activos y Liquidez

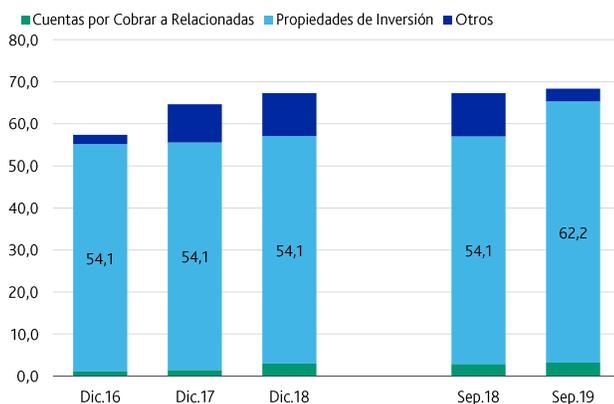
#### MEJORA EN LA LIQUIDEZ POR MAYOR NIVEL DE EFECTIVO

Al 30 de septiembre de 2019, los activos de Star Group totalizaron US\$68.4 millones, registrando un acotado crecimiento interanual de 1.64% asociado a mayores niveles de efectivo. A pesar de lo anterior, las propiedades de inversión registran un aumento de US\$8.1 millones o 14.91%, como resultado del pago total por la finca Tu Depósito S.A., pasando a ser reconocida como propiedad de inversión, (anteriormente se reflejaba en el balance como adelanto a compra de inversiones). Al 30 de septiembre de 2019 el valor de las

propiedades de inversión asciende a US\$62.2 millones, representando el 90.91% de los activos de la Compañía. Por otra parte, dentro de la estructura del balance se observa la existencia del rubro por concepto de plusvalía por US\$1.4 millones, equivalente al valor pagado por la adquisición de la empresa Mega Storage Holding en el año 2016. De igual manera, se mantiene una cuenta por cobrar a su relacionada The Panoramic Residences Corp, producto de la transferencia de un terreno por US\$1.5 millones, el mismo que será destinado al desarrollo de un proyecto urbanístico, y una vez finalizado dicho proyecto Star Group recibirá el valor del terreno más una ganancia.

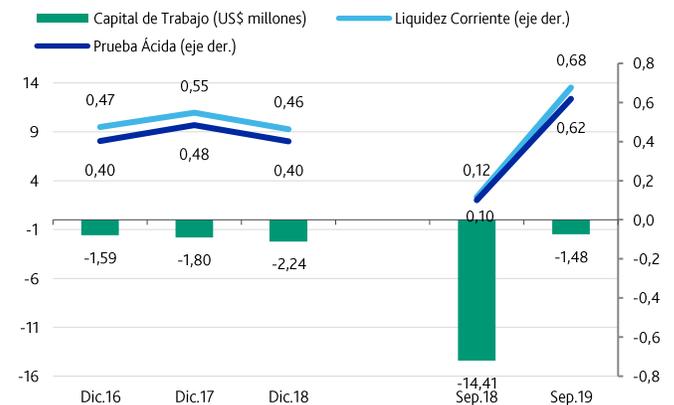
Al contar con una estructura de activos mayoritariamente no corriente, Star Group mantiene indicadores de liquidez ajustados, habiéndose registrado capital de trabajo negativo (activos corrientes – pasivos corrientes) para los periodos analizados. Resulta relevante indicar que, al analizar la estructura de las obligaciones financieras, éstas son en su totalidad de largo plazo al corte de análisis, explicándose el capital de trabajo negativo en la tenencia de una cuenta por pagar a relacionadas de US\$3.1 millones. En ese sentido, de excluir de los pasivos corrientes los préstamos por pagar a compañías relacionadas, -los mismos que de acuerdo a lo señalado por la Compañía no generan intereses ni tienen un plan para ser cancelados en el periodo corriente-, Star Group pasa a registrar capital de trabajo positivo. Al 30 de septiembre de 2019, Star Group registra una mejora en su liquidez a razón del mayor nivel de efectivo mantenido en caja.

Gráfico 1

**Evolución de la Estructura de Activos – US\$ millones**

Fuente: Star Group / Elaboración: Moody's Local PA

Gráfico 2

**Indicadores de Liquidez**

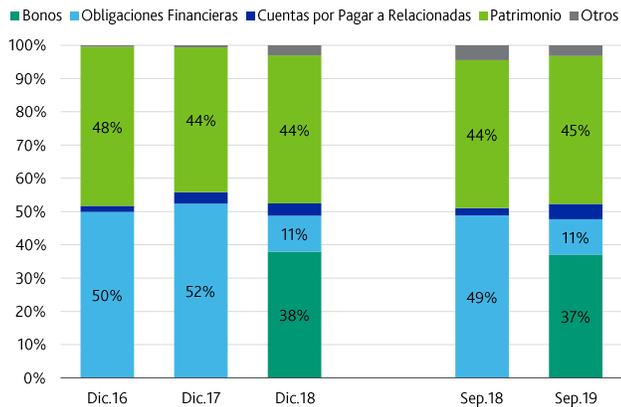
Fuente: Star Group / Elaboración: Moody's Local PA

**Estructura Financiera y Solvencia****PALANCA FINANCIERA SE MANTIENE ELEVADA, PALANCA CONTABLE FAVORABLE PERO POR REVALÚO DE PROPIEDADES**

Para fondear sus operaciones, Star Group se apoya principalmente en deuda financiera, la cual representó el 47.75% del fondeo al 30 de septiembre de 2019. La deuda financiera asciende a US\$32.7 millones y está comprendida por la emisión de Bonos de la Serie A (US\$25.4 millones) así como por un préstamo hipotecario mantenido con Banco Panamá por (US\$7.3 millones). Resulta relevante indicar que con los fondos de la Serie A emitida en octubre del 2018 se procedió a cancelar dos préstamos hipotecarios que se mantenían con dos entidades financieras locales, sin implicar toma de deuda adicional. Adicional a las obligaciones financieras, el Emisor mantiene cuentas por pagar a empresas relacionadas por US\$3.1 millones, las cuales corresponden a un préstamo otorgado por First Green Investment Ltd. con garantía de acciones, el cual no genera intereses y no tienen un plan de repago definido.

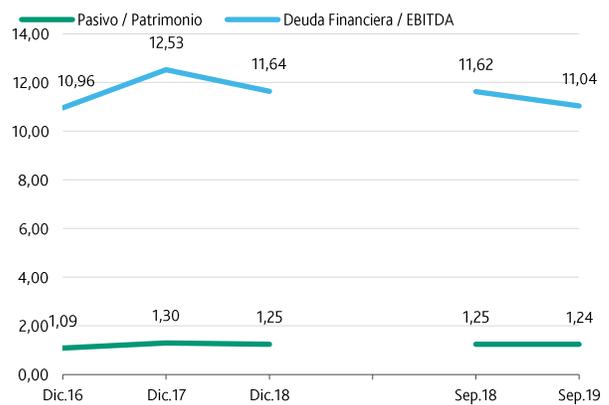
Por su lado, el patrimonio de la Compañía ascendió a US\$30.5 millones a septiembre 2019, superior en 1.81% respecto a septiembre 2018 debido a la retención de las utilidades generadas. Es importante mencionar que durante el 2016 se protocolizó el convenio de fusión por absorción entre las sociedades Mega Storage Holding, Inc., con Lawdale Business, S.A., y Star Group Investments, S.A., manteniéndose la sociedad Star Group. Asimismo, se realizó un avalúo sobre las propiedades, generando una ganancia por revalúo de US\$30.3 millones, el cual sostiene las utilidades acumuladas que registra el Emisor. Cabe mencionar el nivel patrimonial que el Emisor registra al 30 de septiembre de 2019 le permite mantener ratios de apalancamiento favorables, al representar la Deuda Financiera apenas 1.07 veces del Patrimonio del Emisor y registrar un apalancamiento contable de 1.24 veces. Sin embargo, al evaluar la palanca financiera (Deuda Financiera / EBITDA), en la cual no se cuenta con el efecto del revalúo de propiedades que se plasma en el Patrimonio, Star Group registra niveles elevados (11.04 veces a septiembre de 2019). Lo anterior se sostiene en que la Compañía ha realizado adquisiciones de propiedades en los últimos periodos, conllevando a una mayor necesidad de deuda y sin reflejarse aún una mejora significativa en el EBITDA, al no encontrarse todas sus propiedades estabilizadas.

Gráfico 3

**Evolución de la Estructura de Fondo**

Fuente: Star Group / Elaboración: Moody's Local PA

Gráfico 4

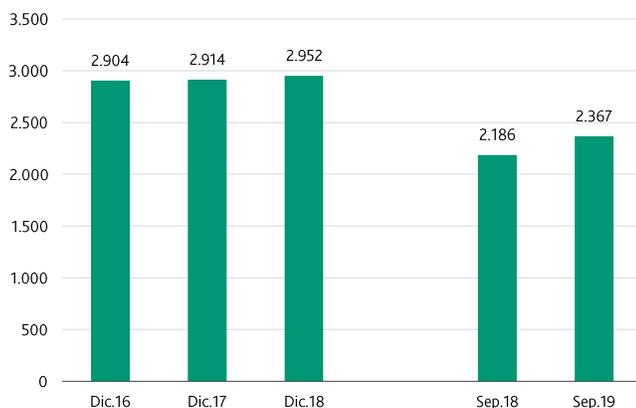
**Indicadores de Apalancamiento**

Fuente: Star Group / Elaboración: Moody's Local PA

**Rentabilidad y Eficiencia****MAYOR OCUPACIÓN DE DEPÓSITOS PROPICIA CRECIMIENTO EN LOS INGRESOS**

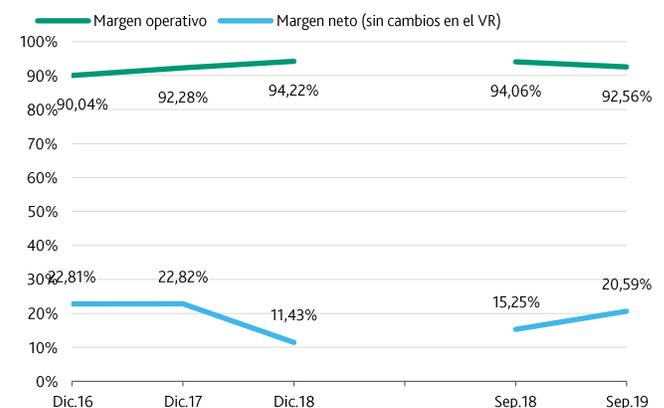
Los ingresos de Star Group ascienden a US\$2.4 millones a septiembre de 2019, en su totalidad originados en el pago de alquileres, los cuales provienen en un 100% de sus empresas relacionadas. Cabe señalar que si bien para Star Group sus alquileres son single tenant (una empresa relacionada le alquila toda la propiedad), las Mega Storage subarriendan los mini depósitos a múltiples locatarios (multi tenant). Al corte de análisis se registró un incremento en los ingresos de 8.30% debido a la incorporación de los alquileres del Mega Storage Condado del Rey y la mayor ocupación de las propiedades. En cuanto a sus gastos operativos, el Emisor reporta niveles poco significativos, toda vez que no cuenta con empleados y reciben servicios administrativos (finanzas, contabilidad, supervisión de operaciones, entre otras) sin cargo alguno de Parménides, S.A., empresa relacionada. Por su lado, la carga financiera no registró mayor variación (-0.20% respecto a septiembre 2018) debido a niveles similares de deuda y tasa en ambos periodos. Al tercer trimestre del 2019, la utilidad neta se ajustó en US\$1.3 millones respecto al periodo previo y se situó en US\$0.5 millones. No obstante, en el 2018 se registró el ingreso proveniente por el cambio en el valor razonable de las propiedades (+US\$1.5 millones), y de no considerarse dicho extraordinario, la utilidad del periodo habría sido superior a la registrada en el 2018.

Gráfico 5

**Evolución de los Ingresos (US\$ Millones)**

Fuente: Star Group / Elaboración: Moody's Local PA

Gráfico 6

**Evolución de Márgenes**

Fuente: Star Group / Elaboración: Moody's Local PA

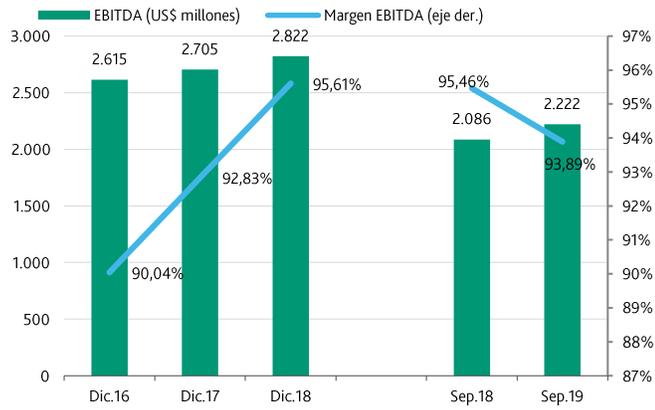
**Generación y Capacidad de Pago****MENOR GENERACIÓN AJUSTA INDICADORES DE COBERTURA**

En lo que respecta a la generación, medida a través del indicador EBITDA, éste se situó en US\$2.2 millones a septiembre 2019, por encima de los US\$2.1 millones registrados en el periodo previo, en línea con el crecimiento de los ingresos. Por su lado, el FCO registró un ajuste de US\$2.4 millones entre periodos, toda vez que el periodo 2018 recoge la variación en las cuentas por pagar a proveedores correspondiente al saldo a Condado Plaza. A la fecha de análisis, el EBITDA de Star Group le permiten tener una cobertura del Servicio de Deuda favorable, aunque lo anterior se sostiene en que el Servicio de Deuda se compone mayoritariamente de intereses, al encontrarse en periodo de gracia del pago de la Serie A. De acuerdo con las proyecciones financieras recibidas del Emisor, sus niveles de ingresos

provenientes de los flujos cedidos serán suficientes para cumplir con el pago de capital e intereses en su nivel de deuda actual, tal como se señala en el siguiente gráfico. Sin embargo, en el ejercicio 2028 los ingresos del periodo serían insuficientes para cubrir con la cuota balloon. Producto de lo anterior, será necesario que Star Group pueda realizar oportunamente los cash sweeps que le permite su estructura a fin de suavizar el pago final de la Serie, a fin de reducir el riesgo de refinanciamiento.

Gráfico 7

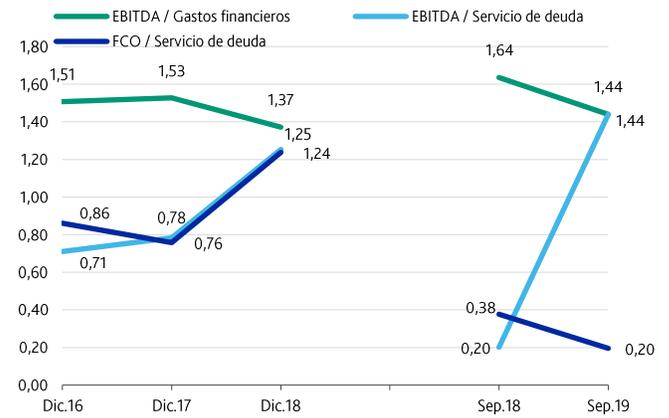
**Evolución del EBITDA y Margen EBITDA**



Fuente: Star Group / Elaboración: Moody's Local PA

Gráfico 8

**Evolución de los Indicadores de Cobertura**



Fuente: Star Group / Elaboración: Moody's Local PA

## STAR GROUP INVESTMENTS, S.A.

## Principales Partidas del Estado de Situación Financiera

(Miles de Dólares)	Sep-19	Dic-18	Sep-18	Dic-17	Dic-16	Dic-15
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>68,384</b>	<b>67,304</b>	<b>67,281</b>	<b>64,677</b>	<b>57,398</b>	<b>4,014</b>
Caja y Bancos	1,110	169	213	446	136	5
Cuentas por cobrar a relacionadas	1,722	1,507	1,421	1,473	1,070	115
<b>Activo Corriente</b>	<b>3,097</b>	<b>1,940</b>	<b>1,895</b>	<b>2,170</b>	<b>1,435</b>	<b>160</b>
Adelanto a compra de activo	0	8,071	8,068	6,621	0	0
Propiedades de Inversión	62,166	54,100	54,100	54,100	54,100	3,699
Plusvalía	1,403	1,403	1,403	1,403	1,403	0
Cuentas por cobrar a relacionadas	1,455	1,455	1,455	0	0	0
<b>Activo No Corriente</b>	<b>65,287</b>	<b>65,364</b>	<b>65,386</b>	<b>62,507</b>	<b>55,963</b>	<b>3,854</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>37,918</b>	<b>37,377</b>	<b>37,358</b>	<b>36,535</b>	<b>29,919</b>	<b>5,733</b>
Porción corriente deuda largo plazo	0	193	12,330	1,684	1,950	0
Cuentas por pagar comerciales	1,485	1,482	2,502	55	65	0
Cuentas por pagar a relacionadas	3,092	2,498	1,466	2,216	996	5,178
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>4,579</b>	<b>4,185</b>	<b>16,309</b>	<b>3,967</b>	<b>3,022</b>	<b>5,179</b>
Préstamos bancarios	7,300	7,107	20,545	32,202	26,714	554
Bonos por pagar	25,351	25,535	0	0	0	0
<b>Pasivo No Corriente</b>	<b>33,339</b>	<b>33,192</b>	<b>21,049</b>	<b>32,569</b>	<b>26,897</b>	<b>554</b>
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO</b>	<b>30,466</b>	<b>29,927</b>	<b>29,923</b>	<b>28,142</b>	<b>27,479</b>	<b>(1,719)</b>
Capital social	30	30	30	30	30	10
Resultados acumulados	30,443	29,905	29,901	28,117	27,452	(1,729)

## Principales Partidas del Estado de Resultados

(Miles de Dólares)	Sep-19	Dic-18	Sep-18	Dic-17	Dic-16	Dic-15
Ingresos	2,367	2,952	2,186	2,914	2,904	347
Costo de servicios	0	0	0	0	0	0
<b>Resultado Bruto</b>	<b>2,367</b>	<b>2,952</b>	<b>2,186</b>	<b>2,914</b>	<b>2,904</b>	<b>347</b>
Gastos Generales y Administrativos	(176)	(171)	(130)	(225)	(289)	(186)
<b>Utilidad Operativa</b>	<b>2,191</b>	<b>2,781</b>	<b>2,056</b>	<b>2,689</b>	<b>2,615</b>	<b>161</b>
Gastos Financieros	(1,540)	(2,057)	(1,543)	(1,772)	(1,735)	(85)
Cambio en el valor razonable de propiedades de inversión	0	1,450	1,450	0	30,266	0
<b>Utilidad Antes del Impuesto a la Renta</b>	<b>625</b>	<b>1,971</b>	<b>1,921</b>	<b>868</b>	<b>31,147</b>	<b>(13)</b>
Impuesto a la Renta, Neto	(137)	(183)	(137)	(203)	(218)	0
<b>Utilidad Neta</b>	<b>487</b>	<b>1,787</b>	<b>1,783</b>	<b>665</b>	<b>30,929</b>	<b>(13)</b>

## STAR GROUP INVESTMENTS, S.A.

INDICADORES FINANCIEROS	Sep-19	Dic-18	Sep-18	Dic-17	Dic-16	Dic-15
<b>SOLVENCIA</b>						
Pasivo / Patrimonio	1.24x	1.25x	1.25x	1.30x	1.09x	N.A.
Deuda Financiera / Pasivo	0.86x	0.88x	0.88x	0.93x	0.96x	0.10x
Deuda Financiera / Patrimonio	1.07x	1.10x	1.10x	1.20x	1.04x	N.A.
Pasivo / Activo	0.55x	0.56x	0.56x	0.56x	0.52x	1.43x
Pasivo Corriente / Pasivo Total	0.12x	0.11x	0.44x	0.11x	0.10x	0.90x
Pasivo No Corriente / Pasivo Total	0.88x	0.89x	0.56x	0.89x	0.90x	0.10x
Deuda Financiera / EBITDA (*)	11.04x	11.64x	11.62x	12.53x	10.96x	3.43x
<b>LIQUIDEZ</b>						
Liquidez Corriente (Activo Corriente / Pasivo Corriente)	0.68x	0.46x	0.12x	0.55x	0.47x	0.03x
Prueba Ácida <sup>1</sup>	0.62x	0.40x	0.10x	0.48x	0.40x	0.02x
Liquidez Absoluta (Efectivo / Pasivo Corriente)	0.24x	0.04x	0.01x	0.11x	0.05x	0.00x
Capital de Trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente) (US\$ Miles)	(1,482)	(2,245)	(14,414)	(1,796)	(1,587)	(5,019)
<b>GESTIÓN</b>						
Gastos Operativos / Ingresos	-7.44%	-5.78%	-5.94%	-7.72%	-9.96%	-53.51%
Gastos Financieros / Ingresos	65.05%	69.70%	70.59%	60.79%	59.73%	24.51%
<b>RENTABILIDAD</b>						
Margen Bruto	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
Margen Operativo	92.56%	94.22%	94.06%	92.28%	90.04%	46.49%
Margen Neto	20.59%	60.56%	81.60%	22.82%	1065.01%	-3.73%
ROAA (LTM)	0.72%	2.71%	3.52%	1.09%	100.73%	-0.32%
ROAE (LTM)	1.63%	6.16%	7.70%	2.39%	240.13%	0.75%
<b>GENERACIÓN</b>						
FCO (US\$ Miles)	658	727	3,038	848	1,438	909
FCO anualizado (US\$ Miles)	(1,653)	727	3,562	848	1,438	909
EBITDA (US\$ Miles)	2,222	2,822	2,086	2,705	2,615	161
EBITDA LTM (US\$ Miles)	2,958	2,822	2,828	2,705	2,615	161
Margen EBITDA	93.89%	95.61%	95.46%	92.83%	90.04%	46.49%
<b>COBERTURAS</b>						
EBITDA / Gastos Financieros (LTM)	1.44x	1.37x	1.64x	1.53x	1.51x	1.90x
EBITDA / Servicio de Deuda (LTM)	1.44x	1.25x	0.20x	0.78x	0.71x	1.90x
FCO / Gastos Financieros (LTM)	0.20x	1.35x	3.06x	1.48x	1.83x	11.67x
FCO / Servicio de Deuda (LTM)	0.20x	1.24x	0.38x	0.76x	0.86x	11.67x

\*Indicadores anualizados

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

## Anexo I

## Historia de Calificación

## Star Group Investments, S.A.

Instrumento	Calificación Anterior Con información financiera al 31.03.19 <sup>1</sup>	Calificación Actual Con información financiera al 30.09.19	Definición de Categoría Actual
Programa de Bonos Rotativos Garantizados y Bonos Subordinados No Acumulativos hasta por US\$70.0 millones	BBB.pa	BBB.pa	Refleja adecuada capacidad de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados. La capacidad de pago es más susceptible a posibles cambios adversos en las condiciones económicas que las categorías superiores.
<b>Serie A</b> (hasta por US\$35.0 millones)			

<sup>1</sup>Sesión de Comité del 24 de julio de 2019.

## Anexo II

## Detalle del Instrumento Calificado

## Programa de Bonos Rotativos Garantizados y Bonos Subordinados No Acumulativos de hasta US\$70.0 millones

	<b>Serie A</b>
Monto máximo de la Serie	US\$35.0 millones
Monto colocado:	US\$25.5 millones
Saldo en circulación (30.09.19):	US\$25.4 millones
Fecha de colocación	Octubre 2018
Plazo:	10 años
Tasa:	5.75% (año 1-2) 6.0% (año 3-5) Libor3M +4.50%, mínimo de 6.5%
Bienes Cedidos en Garantía	Ocho (8) fincas propiedad del Fideicomitente Emisor Pólizas de seguros que cubran el 80% del valor de reposición de la infraestructura Cesión de pagos mensuales de los arrendamientos
Resguardos	Mantener una cobertura de activos superior a 1.40 veces. EBITDA / Servicio de deuda, 2 primeros años mayor o igual a 1.50 veces. Después del 2 aniversario una cobertura mayor o igual a 1.25 veces. Deuda financiera / Patrimonio ajustado < 3.0 veces.

Fuente: Star Group / Elaboración: Moody's Local PA

## Anexo III

## Detalle de la Estructura

## Riesgos de la Estructura

**RIESGO DE FALTA DE PRELACIÓN DE BONOS GARANTIZADOS SOBRE EL RESTO DE LAS DEUDAS COMUNES DEL EMISOR**

El pago de capital e intereses de los Bonos Garantizados no tiene preferencia sobre las demás acreencias que se tengan contra el Emisor, excepto por las prelaciones establecidas en este Prospecto y por las leyes aplicables en caso de quiebra.

**RIESGO DE PAGO DE INTERESES Y CAPITAL DE LA TOTALIDAD DE LOS BONOS CORPORATIVOS**

los resultados futuros del Emisor dependerán de la administración eficiente de sus cuentas por cobrar y de los canales de flujo de efectivo que financian sus operaciones. Una baja en estos ingresos, pudieran afectar el desempeño del Emisor y el repago de los Bonos.

**RIESGO POR SALDOS Y TRANSACCIONES CON PARTES RELACIONADAS**

El Emisor alquila sus propiedades a partes relacionadas, por lo que en caso de incumplimiento de todas o algunas de las partes relacionadas, la fuente de fondos por préstamos pudiera verse afectada.

**RIESGO DE NIVELES DE APALANCAMIENTO**

El apalancamiento del Emisor refleja el riesgo de crédito, dado que podría afectar la flexibilidad, exposición a la insolvencia o capacidad de atender el pago de sus obligaciones o deudas.

**RIESGO DE AUSENCIA DE IMPLEMENTACIÓN DE POLÍTICAS DE GOBIERNO CORPORATIVO**

El Emisor no ha adoptado ni total ni parcialmente 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 de Mercado de Valores.

**RIESGO DE MERCADO**

Una disminución importante de los precios de alquiler de propiedades puede afectar adversamente las perspectivas del Emisor

**RIESGO DE RENOVACIÓN DE CONTRATOS**

Si los contratos de arrendamientos no son renovados o reemplazados en su respectivo vencimiento en términos y condiciones similares a los actuales, se podría afectar la capacidad del Emisor de pagar los intereses y capital de los Bonos.

## Cuentas Administradas por el Fiduciario

A continuación, se presenta la descripción de las cuentas administradas por el Fiduciario, las cuales se abrieron en Banco Panamá, S.A.:

### CUENTA DE CONCENTRACIÓN

En esta cuenta se recibirán los flujos en efectivo que generarán los Bienes Fideicomitidos. Con los flujos en esta cuenta, El Fiduciario hará las provisiones necesarias para hacer los pagos en concepto de honorarios mensuales del Fideicomiso, honorarios de contabilidad cobrados por el Fiduciario, pagar el Servicio de la Deuda, transferir a la Cuenta Operativa y a la cuenta de Reserva de Operación, Administración, y Mantenimiento de Bienes Inmuebles las sumas que correspondan según será detallado en el presupuesto anual de operación que el Fideicomitente Emisor presentará a El Fiduciario.

### CUENTA DE SERVICIO DE DEUDA

El Fiduciario transferirá mensualmente a esta cuenta la suma que indique el Agente de Pago y Registro para cubrir los pagos trimestrales de capital y/ o interés de los Bonos según corresponda.

### CUENTA DE OPERACIÓN

El Fiduciario transferirá mensualmente a esta cuenta los montos necesarios para los gastos operativos del Fideicomitente Emisor según se indique en el presupuesto anual de operación que el Fideicomitente Emisor presentará a El Fiduciario.

### CUENTA DE PAGO DE OPERACIÓN, ADMINISTRACIÓN, Y MANTENIMIENTO DE BIENES INMUEBLES

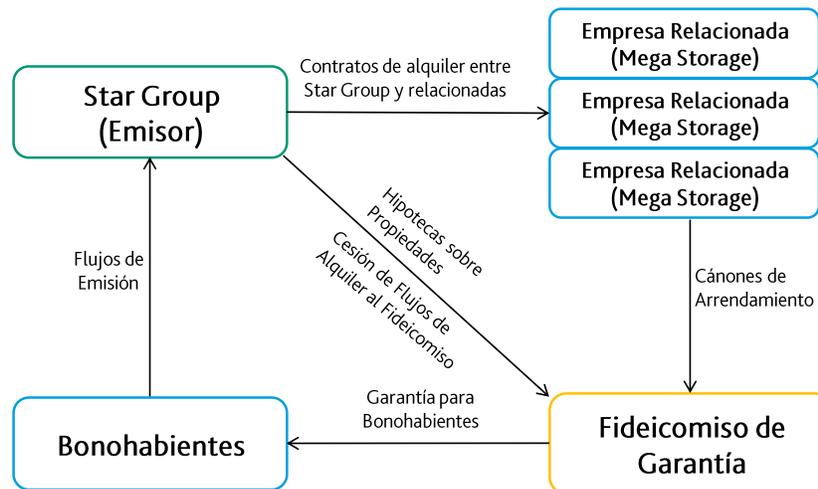
El Fiduciario transferirá a esta cuenta la suma indicada para hacer frente a los gastos operativos y mantenimiento de los bienes inmuebles dados en Fideicomiso.

### CUENTA DE RESERVA I

La Cuenta de Reserva I deberá ser abierta por el Fiduciario en Banco Panamá y deberá mantener en todo momento, un saldo que no sea menor a la suma que represente un tercio de la cuota trimestral de los Bonos incluyendo capital e intereses.

### CUENTA DE RESERVA II

Cada mes luego que el Fiduciario haga los pagos correspondientes a los honorarios fiduciarios, a la Cuenta de Servicio de Deuda y a la Cuenta de Operación, y a la Cuenta de Reserva I, éste deberá transferir cualquier remanente que exista en la Cuenta de Concentración, directamente a la Cuenta de Reserva II. El 50% de estos fondos se recibirá en la modalidad "Cash Sweep o Excedente de Flujo de Fondos" y se utilizará para amortizar el "Balloon Payment" como pago al servicio de la deuda, con un máximo de quinientos mil dólares (USD \$500,000.00) durante cada año fiscal, y el otro 50% deberá ser distribuido al Fideicomitente Emisor o al Agente de Pago y Registro.



Fuente: Star Group / Elaboración: Moody's Local PA

## Declaración de Importancia

La calificación de riesgo del valor constituye únicamente una opinión profesional sobre la calidad crediticia del valor y/o de su emisor respecto al pago de la obligación representada por dicho valor. La calificación otorgada o emitida no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener el valor y puede estar sujeta a actualización en cualquier momento. Asimismo, la presente Calificación de riesgo es independiente y no ha sido influenciada por otras actividades de la calificadora. El presente informe se encuentra publicado en la página web de la empresa (<http://www.moodylocal.com>) donde se puede consultar adicionalmente documentos como el código de conducta, la metodología de calificación respectiva y las clasificaciones vigentes. La información utilizada en este informe comprende los Estados Financieros Auditados al 30 de diciembre de 2015, 2016, 2017 y 2018 y los Estados Financieros Interinos al 30 de septiembre de 2018 y 2019 de Star Group Investments, S.A. Moody's Local no garantiza su exactitud o integridad y no asume responsabilidad por cualquier error u omisión en ella. Las actualizaciones del informe de calificación se realizan según la regulación vigente.

© 2020 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. y/o sus licenciadores y filiales (conjuntamente "MOODY'S"). Todos los derechos reservados.

**LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR MOODY'S INVESTORS SERVICE, INC. Y SUS FILIALES ("MIS") CONSTITUYEN LAS OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES, PUDIENDO LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S INCLUIR OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S RESPECTO DEL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES. MOODY'S DEFINE EL RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DERIVADO DE LA IMPOSIBILIDAD POR PARTE DE UNA ENTIDAD DE CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES A SU VENCIMIENTO Y LAS PÉRDIDAS ECONÓMICAS ESTIMADAS EN CASO DE INCUMPLIMIENTO O INCAPACIDAD. CONSULTE LOS SIMBOLOS DE CALIFICACIÓN Y DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN DE MOODY'S PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES ENUNCIADAS POR LAS CALIFICACIONES DE MOODY'S. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO HACEN REFERENCIA A NINGÚN OTRO RIESGO, INCLUIDOS A MODO ENUNCIATIVO PERO NO LIMITATIVO: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO RELATIVO AL VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y LAS OPINIONES DE MOODY'S INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S PODRÁN INCLUIR ASIMISMO PREVISIONES BASADAS EN UN MODELO CUANTITATIVO DE RIESGO CREDITICIO Y OPINIONES O COMENTARIOS RELACIONADOS PUBLICADOS POR MOODY'S ANALYTICS, INC. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE MOODY'S NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORAMIENTO FINANCIERO O DE INVERSIÓN, NI SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA LA COMPRA, VENTA O MANTENIMIENTO DE VALORES CONCRETOS. TAMPOCO CONSTITUYEN COMENTARIO ALGUNO SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSOR CONCRETO. MOODY'S EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICA SUS INFORMES EN LA CONFIANZA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSOR LLEVARÁ A CABO, CON LA DEBIDA DILIGENCIA, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DEL INSTRUMENTO QUE ESTÉ CONSIDERANDO COMPRAR, CONSERVAR O VENDER.**

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S Y LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR INVERSORES MINORISTAS Y SERÍA IRRESPONSABLE E INAPROPIADO POR PARTE DE LOS INVERSORES MINORISTAS TENER EN CUENTA LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S O LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S AL TOMAR CUALQUIER DECISIÓN EN MATERIA DE INVERSIÓN. EN CASO DE DUDA, DEBERÍA PONERSE EN CONTACTO CON SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL. TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO ESTÁ PROTEGIDA POR LEY, INCLUIDA A MODO DE EJEMPLO LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (COPYRIGHT) NO PUDIENDO PARTE ALGUNA DE DICHA INFORMACIÓN SER COPIADA O EN MODO ALGUNO REPRODUCIDA, RECOPIADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIR, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHS FINES, EN TODO O EN PARTE, EN FORMATO, MANERA O MEDIO ALGUNO POR NINGUNA PERSONA SIN EL PREVIO CONSENTIMIENTO ESCRITO DE MOODY'S.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S Y LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR PERSONA ALGUNA COMO PARÁMETRO, SEGÚN SE DEFINE DICHO TÉRMINO A EFECTOS REGULATORIOS, Y NO DEBERÁN UTILIZARSE EN MODO ALGUNO QUE PUDIERA DAR LUGAR A CONSIDERARLAS COMO UN PARÁMETRO.

Toda la información incluida en el presente documento ha sido obtenida por MOODY'S a partir de fuentes que estima correctas y fiables. No obstante, debido a la posibilidad de error humano o mecánico, así como de otros factores, toda la información aquí contenida se proporciona "TAL Y COMO ESTÁ", sin garantía de ningún tipo.

MOODY'S adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al asignar una calificación crediticia sea de suficiente calidad y de fuentes que Moody's considera fiables, incluidos, en su caso, terceros independientes. Sin embargo, Moody's no es una firma de auditoría y no puede en todos los casos verificar o validar de manera independiente la información recibida en el proceso de calificación o en la elaboración de las publicaciones de Moody's.

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY'S y sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad frente a cualesquiera personas o entidades con relación a pérdidas o daños indirectos, especiales, derivados o accidentales de cualquier naturaleza, derivados de o relacionados con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de dicha información, incluso cuando MOODY'S o cualquiera de sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores fuera avisado previamente de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluidos a título enunciativo pero no limitativo: (a) lucro cesante presente o futuro o (b) pérdida o daño surgido en el caso de que el instrumento financiero en cuestión no sea objeto de calificación crediticia concreta otorgada por MOODY'S.

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY'S y sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad con respecto a pérdidas o daños directos o indemnizatorios causados a cualquier persona o entidad, incluido a modo enunciativo pero no limitativo, negligencia (excluido, no obstante, el fraude, la conducta dolosa o cualquier otro tipo de responsabilidad que, en aras de la claridad, no pueda ser excluida por ley), por parte de MOODY'S o cualquiera de sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores, o con respecto a toda contingencia dentro o fuera del control de cualquiera de los anteriores, derivada de o relacionada con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de tal información.

MOODY'S NO OTORGA NI OFRECE GARANTÍA ALGUNA, EXPRESA O IMPLÍCITA, CON RESPECTO A LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, EXHAUSTIVIDAD, COMERCIALIZACIÓN O IDONEIDAD PARA UN FIN DETERMINADO SOBRE CALIFICACIONES CREDITICIAS Y DEMÁS OPINIONES O INFORMACIÓN.

Moody's Investors Service, Inc., agencia de calificación crediticia, filial al 100% de Moody's Corporation ("MCO"), informa por la presente que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, notas y pagarés) y acciones preferentes calificados por Moody's Investors Service, Inc. han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a Moody's Investors Service, Inc. por sus servicios de opinión y calificación por unos honorarios que oscilan entre los \$1.000 dólares y aproximadamente a los 2.700.000 dólares. MCO y MIS mantienen asimismo políticas y procedimientos para garantizar la independencia de las calificaciones y los procesos de asignación de calificaciones de MIS. La información relativa a ciertas relaciones que pudieran existir entre consejeros de MCO y entidades calificadas, y entre entidades que tienen asignadas calificaciones de MIS y asimismo han notificado públicamente a la SEC que poseen una participación en MCO superior al 5%, se publica anualmente en [www.moody's.com](http://www.moody's.com), bajo el capítulo de "Investor Relations – Corporate Governance – Director and Shareholder Affiliation Policy" ["Relaciones del Accionariado – Gestión Corporativa – Política sobre Relaciones entre Consejeros y Accionistas"].

Únicamente aplicable a Australia: La publicación en Australia de este documento es conforme a la Licencia de Servicios Financieros en Australia de la filial de MOODY'S, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657 AFSL 336969 y/o Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (según corresponda). Este documento está destinado únicamente a "clientes mayoristas" según lo dispuesto en el artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Al acceder a este documento desde cualquier lugar dentro de Australia, usted declara ante MOODY'S ser un "cliente mayorista" o estar accediendo al mismo como un representante de aquél, así como que ni usted ni la entidad a la que representa divulgarán, directa o indirectamente, este documento ni su contenido a "clientes minoristas" según se desprende del artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Las calificaciones crediticias de MOODY'S son opiniones sobre la calidad crediticia de un compromiso de crédito del emisor y no sobre los valores de capital del emisor ni ninguna otra forma de instrumento a disposición de clientes minoristas.

Únicamente aplicable a Japón: Moody's Japan K.K. ("MJJK") es una agencia de calificación crediticia, filial de Moody's Group Japan G.K., propiedad en su totalidad de Moody's Overseas Holdings Inc., subsidiaria en su totalidad de MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") es una agencia subsidiaria de calificación crediticia propiedad en su totalidad de MJJK. MSFJ no es una Organización de Calificación Estadística Reconocida Nacionalmente (en inglés, "NRSRO"). Por tanto, las calificaciones crediticias asignadas por MSFJ son no-NRSRO. Las calificaciones crediticias son asignadas por una entidad que no es una NRSRO y, consecuentemente, la obligación calificada no será apta para ciertos tipos de tratamiento en virtud de las leyes de EE.UU. MJJK y MSFJ son agencias de calificación crediticia registradas con la Agencia de Servicios Financieros de Japón y sus números de registro son los números 2 y 3 del Comisionado FSA (Calificaciones), respectivamente.

Mediante el presente instrumento, MJJK o MSFJ (según corresponda) comunica que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, pagarés y títulos) y acciones preferentes calificados por MJJK o MSFJ (según sea el caso) han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a MJJK o MSFJ (según corresponda) por sus servicios de opinión y calificación por unos honorarios que oscilan entre los JPY125.000 y los JPY250.000.000, aproximadamente.

Asimismo, MJJK y MSFJ disponen de políticas y procedimientos para garantizar los requisitos regulatorios japoneses.