

	Oct. 2020	Dic. 2020
Solvencia	A	A
Perspectivas	Estables	Estables

\* Detalle de calificaciones en Anexo.

**EMISIÓN DE VALORES DE RENTA FIJA  
FIDEICOMISO**

Emisión Total	RD\$ 250.000.000
Emisiones	Múltiples
Valor Individual	RD\$ 1.000
Periodicidad Interés	Trimestral
Pago de Capital	Al Vencimiento
Garantía	No posee
Duración	10 años a partir de la fecha de emisión

## FUNDAMENTOS

La calificación "A" asignada a las emisiones de renta fija del Fideicomiso de Oferta Pública de Valores Inmobiliario Bona Capital No. 03 - FP (Fideicomiso Bona) responde a una estructura que estará formada por una cartera de activos cuyo valor es superior al monto del programa, con una fuerte capacidad de generación de flujos asociados a contratos de alquiler con nula vacancia esperada, además de la presencia de cuentas de reserva que actuarán como resguardos financieros.

En contrapartida, la calificación considera que los flujos de alquiler provendrán, principalmente, de sus fideicomitentes, quienes forman parte del mismo grupo empresarial y que participan en rubros altamente competitivos, expuestos a los ciclos económicos y fuertemente afectados por el avance de la pandemia de Covid-19.

El Fideicomiso Bona está formado por un conjunto de bienes raíces de propiedad de las empresas El Catador, S.A. (El Catador) y Bona, S.A. (Bona), quienes son los fideicomitentes. Ambas empresas reúnen las actividades empresariales de la familia Bonarelli Schiffino, quienes poseen más de 50 años en el rubro gastronómico en República Dominicana.

El Catador es el principal importador y distribuidor de vinos y otros productos relacionados en República Dominicana, con más de 40 años de experiencia, mientras que Bona es una empresa con más de 30 años dedicada a la gestión gastronómica, administrando múltiples restaurantes con fuerte posicionamiento en el mercado local.

La gestión de los activos inmobiliarios recae en los fideicomitentes, salvo en el caso de ARS Monumental, mientras que la gestión fiduciaria es realizada por Fiduciaria Popular, S.A. Esta última está calificada en "AAsf" por Feller Rate, lo que indica que ésta posee un alto nivel de estructuras y políticas para su gestión, con un fuerte respaldo de sus propietarios.

Ambos fideicomitentes participan en industrias que se han visto fuertemente afectadas por el avance de la pandemia. En el caso de Bona, han debido cerrar sus locales para la atención a público y operar a través de formato *delivery* o *take out*, lo que representa menos del 50% de las ventas mensuales de la compañía.

En el caso de El Catador, la venta a restaurantes y hoteles se ha visto impactada, lo que se refleja en una disminución cercana al 23,4% en los ingresos a septiembre de 2020 en comparación con igual periodo del año anterior. Al igual que Bona, la compañía se ha enfocado en potenciar las ventas vía *delivery* durante el periodo que dure esta crisis sanitaria, sin tener una fecha estimada de reapertura total.

Producto de la situación, Bona y el fideicomiso llegaron a un acuerdo para diferir el pago del 50% del alquiler entre marzo y diciembre de 2020, que se pagaría durante 2021. Producto de los resguardos financieros del fideicomiso y de la holgura de sus indicadores, no se espera un impacto en la clasificación por esta situación.

## PERSPECTIVAS: ESTABLES

**ESCENARIO BASE:** Feller Rate espera que el caso base presentado (incluyendo la estructura de capital, cuentas de reserva y ocupación de los inmuebles) se mantenga estable durante toda la vida de las emisiones.

**ESCENARIO ALZA:** Se considera poco probable, pero podría ocurrir ante una mejora de la solvencia de sus inquilinos y fideicomitentes.

Analista: Camila Sobarzo B.  
camila.sobarzo@feller-rate.com

**FIDEICOMITENTES, BENEFICIARIOS Y FIDUCIARIA**

Los fideicomitentes son las empresas El Catador, S.A. y Bona, S.A., ambas controladas por la familia Bonarelli Schiffino.

Los beneficiarios serán los tenedores de los valores, los fideicomitentes y la familia Bonarelli Schiffino.

La gestión fiduciaria recaerá en Fiduciaria Popular, S.A., sociedad calificada en "AAsP" por Feller Rate, lo que indica que posee un alto nivel de estructuras y políticas para su gestión, con un fuerte respaldo de sus propietarios.

**ESCENARIO BAJA:** Podría ocurrir ante un deterioro sostenido de la solvencia de los inquilinos y fideicomitentes, que afecte el pago de los alquileres al fideicomiso.

**FACTORES SUBYACENTES A LA CLASIFICACIÓN**

**FORTALEZAS**

- Emisión estructurada sobre activos cuyo valor es muy superior al monto del programa de emisiones.
- Cartera de activos inmobiliarios en alquiler sin vacancia y con una fuerte capacidad de generación de flujos respecto del servicio de deuda de las emisiones.
- Presencia de resguardos financieros como cuentas de reservas para servicio de la deuda.
- Activos administrados por sus fideicomitentes, empresas con más de 30 años de experiencia en sus rubros y fuerte posición de mercado.

**RIESGOS**

- Cartera de activos concentrados por arrendatarios, los cuales son parte de un mismo grupo empresarial.
- Activos concentrados principalmente en Santo Domingo.
- Arrendatarios participan en industrias altamente competitivas, expuestas a los ciclos económicos y en la actualidad, a la pandemia de Covid-19
- Riesgo de refinanciamiento para el pago del capital de la emisión en el año 10, mitigado por cuentas de reserva y capacidad de generación de flujos de los activos.

**PERFIL DE NEGOCIOS**

| Satisfactorio

El Fideicomiso de Oferta Pública de Valores Inmobiliario Bona Capital No. 03 - FP (Fideicomiso Bona) estará formado por un conjunto de bienes raíces destinados a alquiler corporativo y comercial, ubicados en la ciudad de Santo Domingo y Santiago de los Caballeros.

La gestión del fideicomiso estará a cargo de Fiduciaria Popular, S.A. y la administración de los bienes recaerá en los arrendatarios, quienes a su vez, serán los fideicomitentes, salvo por el inmueble arrendado a ARS Monumental, el cual representará un 4% de la renta anual esperada.

El Fideicomiso Bona contempla un programa de emisiones de valores representativos de deuda por un total de RD\$ 250 millones. Se realizarán múltiples emisiones, en un plazo máximo de 3 años.

La duración del fideicomiso es de 20 años y las emisiones tendrán un plazo de vencimiento de 10 años para el pago del capital, con intereses que se pagarán de manera trimestral.

**CONTINGENCIA POR COVID-19**

Dada la contingencia por Covid-19 que impacta a la República Dominicana y al mundo desde comienzos del presente año, ambos fideicomitentes se han visto impactados en sus operaciones debido a las medidas implementadas por el estado con el fin de evitar la propagación del virus, como las cuarentenas y el cierre de las fronteras.

En el caso de Bona, todos los restaurantes que opera fueron cerrados de forma temporal a finales de marzo de 2020, reabriendo 9 de estos a finales de abril para operar en las modalidades de *delivery* y *take out*. Esto, sin embargo, no fue suficiente para evitar que la compañía terminara el primer semestre de 2020 con resultados negativos.

Lo anterior llevó a que la compañía alcanzara un acuerdo con el fideicomiso para diferir el pago de alquiler de la primera por un 50% entre marzo y diciembre de 2020, monto que deberá ser pagado en el transcurso de 2020.

A octubre, Bona tiene operando 22 de sus restaurantes, de los cuales 6 están con atención en el local y el resto todavía opera en las modalidades de *delivery* y *take out*. Debido a la flexibilización de las medidas sanitarias en septiembre, esperan que las operaciones y los resultados se recuperen durante el último trimestre del año.

El Catador también se vio fuertemente impactado en un primer momento, dado la disminución en las ventas a hoteles y restaurantes, debido al cierre temporal de estos últimos. Sin embargo, la demanda de los canales minoristas se mantuvo estable, a lo cual se suma la implementación de planes de reducción de costos, con el fin de reducir el impacto de la pandemia.

La compañía ha reenfocado sus recursos en reforzar los canales de venta a minoristas y distribuidores, y en la venta al detalle a través de sus salas de venta, en la modalidad de retiro en tienda. A esto último se suma la implementación de un canal de ventas online a través de su sitio web.

A pesar de la situación de sus fideicomitentes, el Fideicomiso Bona no ha tenido mayores impactos en su operación, a lo cual se suma que las emisiones todavía no han sido colocadas. Así, en estos momentos, el fideicomiso cuenta con la holgura que entrega su cartera de activos y los resguardos que contempla la emisión.

Feller Rate mantendrá un monitoreo continuo del avance de la pandemia, evaluando los impactos de esta en la situación de los fideicomitentes y las repercusiones que pueda tener en la operación y liquidez del fideicomiso.

## ACTIVOS QUE FORMAN EL FIDEICOMISO

El Fideicomiso Bona está conformado por 11 bienes raíces a ser fideicomitados por las empresas El Catador, S.A. (El Catador) y Bona, S.A. (Bona), los que corresponden a todos los bienes inmuebles de propiedad de ambas empresas, y se encuentran tasados en un total de RD\$ 733,9 millones.

### — BIENES RAÍCES DE EL CATADOR

El Catador traspasó los siguientes inmuebles al fideicomiso:

- Sede Principal El Catador: está compuesto por cuatro edificaciones colindantes y un terreno habilitado para parqueos, ubicados en el sector Evaristo Morales, próximo a la Av. Winston Churchill, en la ciudad de Santo Domingo.

Dentro de estas cuatro edificaciones se encuentran:

- i. El Edificio Principal, consta de 4 niveles con un área de construcción total de 2.652,90 metros cuadrados, sobre un terreno de 1,000 metros cuadrados. Este edificio fue construido en el año 1986. En el año 2016 se llevó a cabo una remodelación en el primer nivel del edificio, incluyendo el área de tienda, parqueos, fachada y Wine Bar.
- ii. El Edificio Almacén de Vinos, cuenta con una rampa y muelle de descarga para camiones (871 metros cuadrados) así también cómo un

sótano almacén de vinos (cava) con 766 metros cuadrados de construcción.

- iii. El Edificio Almacén de Canastas, consta de dos niveles de construcción, con un total de 503 metros cuadrados.
- iv. El Edificio Max Henríquez Ureña, cuenta con dos niveles con un total de 729,20 metros cuadrados de espacio de oficinas y un estacionamiento de 355 metros cuadrados.

Este inmueble se encuentra, actualmente, arrendado a la compañía ARS Monumental, S.A. bajo contrato de cinco años renovables y sería el único de los locales cuyo inquilino no estaría relacionado al grupo Bona.

- v. El Solar de Estacionamientos, cuenta con un total de 25 parqueos que se extienden sobre un terreno de 457,20 metros cuadrados. Estos parqueos están asignados exclusivamente a los empleados de El Catador, S.A.
- Centro de Distribución El Catador: ubicado en el kilómetro 15 de la Autopista Duarte, esta propiedad cuenta con terreno de 12.736,65 metros cuadrados. La propiedad cuenta con una nave industrial de 2.400 metros cuadrados habilitada y acondicionada para el almacenamiento de vinos y otras bebidas alcohólicas y no alcohólicas. Asimismo, este inmueble consta de un *mezzanine* de 900 metros cuadrados para uso de oficinas.
  - Tienda El Catador Lope de Vega: ubicada en el ensanche Naco, con 102,72 metros cuadrados de construcción. Esta propiedad corresponde al área de Wine Bar y kitchenette de la Tienda El Catador de la Avenida Lope de Vega, en Santo Domingo.

El conjunto de inmuebles detallado se encuentra tasado en RD\$ 521,9 millones, lo que representa un 71,1% del total de activos que poseerá el fideicomiso.

Todos los inmuebles detallados, menos el ya mencionado Edificio Max Henríquez Ureña, se entregaron al fideicomiso con contratos de alquiler vigentes por un período de 10 años con El Catador.

#### — BIENES RAÍCES DE BONA:

Bona traspasó los siguientes inmuebles al fideicomiso:

- Sede Principal y Almacén Bona: está compuesto por una edificación ubicada en la Urbanización Galá, próximo a la Av. John F. Kennedy, en la ciudad de Santo Domingo. Esta propiedad cuenta con dos niveles, incluyendo área de recepción, oficinas administrativas, área de almacén refrigerado y no refrigerado, más un área de despacho y distribución. Asimismo, la propiedad dispone de área de parqueo de empleados y verja perimetral.
- Locales Pizzarelli: Corresponden a 7 restaurantes de la cadena Pizzarelli, donde 6 se encuentran ubicados en Santo Domingo y uno en Santiago de los Caballeros. En total, suman 1.217,18 m<sup>2</sup> construidos.

El conjunto de inmuebles detallado se encuentra tasado en RD\$ 211,9 millones, lo que representa un 28,9% del total de activos que poseerá el fideicomiso.

Todos los inmuebles pertenecientes a Bona, se traspasaron al fideicomiso con contratos de alquiler vigentes por 10 años con esta empresa.

## PORTAFOLIO DE ACTIVOS CUYOS FLUJOS SON DEPENDIENTES DE SUS FIDEICOMITENTES / ARRENDATARIOS

El portafolio de activos que poseerá el fideicomiso poseerá contratos vigentes de alquiler que le permitirán generar un importante flujo de efectivo, el cual superaría los RD\$ 180 millones por año en el caso base analizado por Feller Rate.

Sin embargo, esta fuerte capacidad de generación es dependiente de sus arrendatarios y fideicomitentes, debido a que el 96% de la renta anual esperada corresponde a El Catador y Bona, quienes forman parte de un mismo grupo empresarial. El restante 4% corresponderá al inmueble alquilado a ARS Monumental, empresa sin relación a los fideicomitentes.

Debido a lo anterior, sumado a que la administración de cada inmueble recaerá en su inquilino, la evolución de los flujos operacionales del fideicomiso es dependiente de las operaciones de las empresas El Catador y Bona.

### — EL CATADOR

El Catador es una compañía dominicana con más de 40 años en el mercado dedicada a la importación y distribución de las más importantes marcas de vinos y, como complemento, otras bebidas, a nivel nacional.

Posee el liderazgo del mercado en la República Dominicana, con un mix de productos de alto reconocimiento que comercializa mediante contratos de licencia y representación, exclusivos y no exclusivos.

La compañía ha sabido administrar e incrementar su portafolio de productos y marcas, logrando una alta tasa de renovación de licencias (con plazo medio de 5 años) y una fuerte relación con sus principales proveedores, donde se destacan la Viña Concha y Toro, Viña Santa Rita, Kendall Jackson, Robert Mondavi Winery, Bodegas Protos, Bodegas Marqués de Riscal, entre otros.

El Catador posee diversos canales de venta, donde destacan la venta a hoteles y restaurantes, la venta a minoristas y distribuidores, así como sus propias salas de ventas a personas y empresas. Durante 2020, y producto de la pandemia, la compañía incorporó un canal de ventas online.

Los bienes raíces que aportará El Catador al fideicomiso corresponden a aquellos donde la empresa realiza sus operaciones, destacando las oficinas centrales, bodegas y el centro de distribución, el cual tiene un carácter estratégico para la compañía.

Adicionalmente, dentro de los inmuebles de la Sede Principal existe un local que se encuentra arrendado a ARS Monumental por un período de 5 años renovables y que representa cerca del 5% de la renta esperada por el fideicomiso.

### — BONA

Bona es una compañía dominicana con más de 30 años dedicada a la producción y venta de comida casual, bajo sus marcas Pizzarelli, Trattoria Pizzarelli, Mustard's y 3 Mariachis.

Actualmente, la empresa administra 30 restaurantes, donde 24 corresponden a la cadena de pizzería Pizzarelli, su marca más posicionada; 3 locales corresponden al concepto marca Trattoria Pizzarelli, donde aparte de las pizzas, se ofrece comida tradicional italiana, en un ambiente más formal de restaurante; 3 locales corresponden a la cadena de comida rápida mexicana 2 Mariachis; y 1 local se gestiona bajo el concepto marca Mustard's, que corresponde a un restaurante especializado en hamburguesas de carácter "Premium".

Debido a la pandemia, solo 22 de estos 30 restaurantes se encuentran abiertos.

Los bienes raíces que aportará Bona al fideicomiso corresponde a sus oficinas y almacenes, además de 7 locales que operan bajo la marca Pizzarelli.

## ARRENDATARIOS PARTICIPAN EN INDUSTRIAS ALTAMENTE COMPETITIVAS Y EXPUESTAS A LOS CICLOS ECONÓMICOS

Ambos arrendatarios, El Catador y Bona, participan en industrias relativamente relacionadas entre sí, compartiendo características como el alto nivel de competencia y su exposición a los ciclos económicos que afectan a República Dominicana.

La industria gastronómica de restaurantes, a nivel global, es muy diversa y competitiva en cada uno de sus segmentos, donde participan grandes cadenas y franquicias internacionales con fuerte posicionamiento de marca, acceso a publicidad y financiamiento de tipo global, como cadenas y restaurantes locales que basan sus ventajas competitivas en especializaciones.

Además, el negocio de restaurantes está altamente expuesto a los ciclos económicos locales, donde, en caso de restricciones económicas, la gente puede preferir comer en sus casas. Esto es especialmente relevante para aquellos restaurantes del segmento "full service", siendo la comida rápida (casual) o "limited service" menos elástica, producto de su menor costo y su carácter de conveniencia.

En República Dominicana, dado su naturaleza de economía abierta y país turístico, el rubro de restaurantes es especialmente competitivo, con una vida media baja para restaurantes especialistas o de tipo "full service" y donde el segmento "limited service" enfrenta la participación de cadenas globales y locales muy fuertes.

Es en este último segmento donde Bona participa con una trayectoria de más de 30 años, habiendo logrado una experiencia en gestión y posicionamiento de marca que mitiga los riesgos de la industria. Además, se ha enfocado en diversificar su portafolio para enfrentar los cambios en las modas y gustos del mercado.

Por su parte, si bien El Catador participa como proveedor de la industria gastronómica, su exposición está mitigada por el posicionamiento de su portafolio de productos, muchos de los cuales son de carácter básico para la industria en general.

Adicionalmente, El Catador está expuesto a la industria hotelera dominicana, muy competitiva y expuesta a los ciclos económicos, pero con ventajas competitivas como país y destino turístico.

Sin embargo, el carácter licenciatario de El Catador le genera un riesgo frente a la pérdida o no renovación de contratos relevantes, lo que se ve mitigado por la alta tasa de renovación, la relación de más de 40 años con algunos de sus proveedores y la buena posición de mercado que posee históricamente en República Dominicana.

Durante 2020, la industria gastronómica ha sido una de las más afectadas debido a la propagación de la pandemia de Covid-19, junto a la industria de turismo, debido a las medidas sanitarias implementadas con el fin de evitar la propagación del virus.

A pesar de la posibilidad de operar sin atender al público en los locales, a través de las modalidades de delivery y take out, se espera que la industria continúe con una operación reducida durante 2021 en comparación a un año normal.

Frente a estas circunstancias, la capacidad de los competidores de adaptarse a un escenario cambiante será clave para permitir la continuidad del negocio, especialmente en el potencial caso de un endurecimiento de medidas sanitarias frente a un aumento de los contagios.

## PRESENCIA DE RESGUARDOS FINANCIEROS

El prospecto de emisión de valores de renta fija de fideicomiso contempla resguardos financieros para la protección de los inversionistas. Entre los resguardos establecidos se encuentran los siguientes:

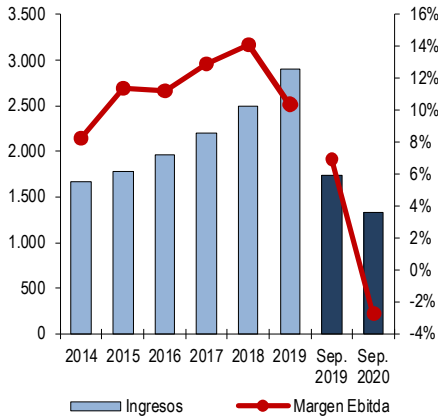
- Mecanismo de Cobertura para el Pago de Intereses: El fideicomiso mantendrá en todo momento una reserva que cubra 6 meses de intereses (es decir 2 pagos de cupones). El monto necesario para crear esta reserva será descontado de los fondos captados en la colocación.
- Mecanismo de Cobertura para el Pago de Capital: El fideicomiso contempla la condición de que durante los primeros cinco años se va a acumular el 30% del capital emitido mediante el presente programa de emisiones. Esta reserva se constituirá con el flujo de caja excedente resultante después del pago de intereses a los tenedores.
- A partir del cierre operativo del año cinco, la provisión de esa porción de capital se mantendrá en dicha proporción. El efectivo destinado para esta reserva permanecerá visible en cuentas contables del patrimonio del fideicomiso.

Ambas cuentas serán administradas por la sociedad fiduciaria, de acuerdo con lo expuesto en el prospecto.

Feller Rate considera que los resguardos anteriormente expuestos son adecuados y suficientes para el Programa de Emisiones.

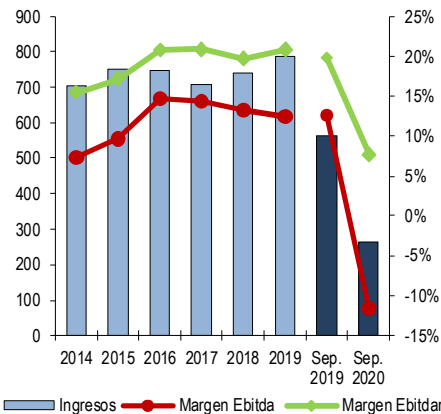
**EVOLUCIÓN DE INGRESOS Y MÁRGENES  
EL CATADOR**

En millones de RD \$



**EVOLUCIÓN DE INGRESOS Y MÁRGENES  
BONA**

En millones de RD \$



**POSICION FINANCIERA**

| Satisfactorio

**Nota aclaratoria:** A la fecha de esta calificación, Feller Rate no ha recibido estados financieros sobre los cuales realizar el análisis de la posición financiera. Sin embargo, debido a la estructura planteada en el Prospecto de Emisión y en los distintos documentos que se ha podido estudiar, Feller Rate ha basado su evaluación de la posición financiera del fideicomiso en los siguientes aspectos:

- La capacidad de pago de las obligaciones financieras del Fideicomiso Bona se encuentra relacionada de manera directa a la solvencia de sus fideicomitentes, debido a que éstos actúan simultáneamente de arrendatarios de los bienes que entregan al fideicomiso y que constituirán su activo.
- La estructura formada por una cartera de activos cuyo valor es superior al monto del programa, con una capacidad de generación de flujos asociados a los contratos de alquiler muy superior al servicio de la deuda y la presencia de cuentas de reserva.

Debido a lo anterior, el análisis se basará en las posiciones financieras de ambos fideicomitentes, incorporando la estructura de capital proyectada y los resguardos propuestos.

**RESULTADOS Y MÁRGENES**

— EL CATADOR

Los ingresos de El Catador, desde diciembre de 2012, habían mantenido un constante crecimiento, promediando cerca de un 15% anual, lo que se debe principalmente a la introducción de nuevos tipos de productos, como aguas (San Pellegrino y Panna), productos relacionados a marcas de licores y nuevas marcas de vinos, que han tenido un importante impacto y rápido crecimiento en la demanda. A lo anterior, hay que sumar el crecimiento del alcance y cobertura de la compañía en el sector hotelero, el cual es uno de los más dinámicos de la economía dominicana.

Adicionalmente, el margen Ebitda de la compañía también ha mostrado una tendencia creciente, pasando de niveles de 3% en 2012 a 10,4% a diciembre de 2019, lo que ha sido producto del esfuerzo de la administración por lograr mejoras logísticas que le permitan ser mantener un alto estándar de servicio con eficiencias de costos.

En este sentido, se destaca la inversión de la empresa en su centro de distribución y sistemas logísticos, inmuebles que serán traspasados al fideicomiso.

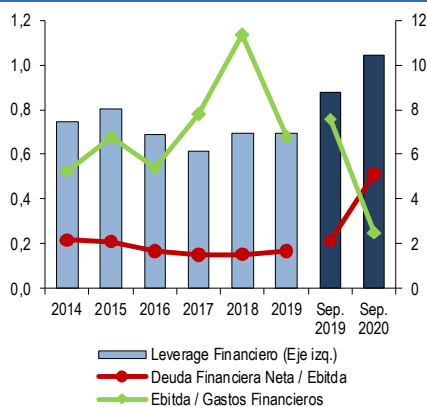
Sin embargo, durante 2020 su operación se ha visto afectada por la expansión de la pandemia Covid-19, lo cual se refleja en una reducción del 23,4% de sus ingresos en comparación a igual mes del año anterior producto de las menores ventas del periodo.

En línea con lo anterior, y a pesar del plan de reducción de costos que implementaron durante el primer semestre, el margen Ebitda al cierre de 2019 es de -2,9%.

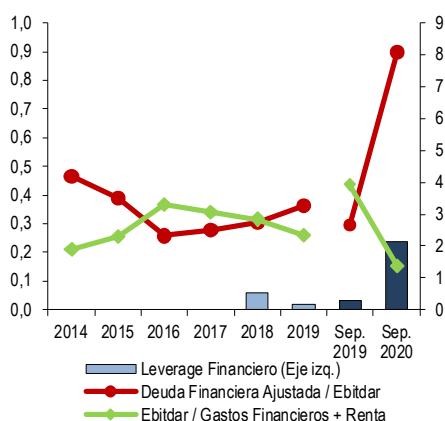
Se espera que la flexibilización en las medidas sanitarias y la reapertura de las fronteras permitan una recuperación en la industria hotelera, lo que a su vez debería contribuir a un aumento en las ventas de El Catador. Sin embargo, existe el riesgo latente de que un aumento en los contagios lleve a un endurecimiento de las medidas sanitarias, lo que impactará de forma negativa los resultados de la compañía.



**EVOLUCIÓN ENDEUDAMIENTO E INDICADORES DE SOLVENCIA EL CATADOR**



**EVOLUCIÓN ENDEUDAMIENTO E INDICADORES DE SOLVENCIA BONA**



**— BONA**

La evolución de los ingresos de Bona había mostrado un promedio anual de crecimiento, entre 2012 y 2016, de 2,5%, con caídas en 2016 y 2017.

Lo anterior refleja un mercado muy competitivo y maduro, donde la marca Trattoria Pizzarelli ha sido la única que ha mostrado un crecimiento en ventas brutas en los últimos años, gracias a la expansión en su número de locales.

Por su parte, Pizzarelli, la marca principal de Bona, presenta ventas relativamente estables a nivel agregado, pero crecientes por local.

Respecto de los márgenes, la incorporación de marcas con mayor valor agregado, como Trattoria Pizzarelli, ha redundado en un crecimiento en éstos, tanto a nivel de Ebitda como de Ebitdar (decantando las rentas de locales). De esta manera, se puede ver como el margen Ebitda pasa de 5,5% en 2012 a 12,4% a diciembre de 2019.

Es importante tomar en consideración que la conformación del Fideicomiso Bona implicará que el 100% de los locales de Bona sean alquilados, lo que debería impactar en el Ebitda de la empresa, pero no tener efectos a nivel de Ebitdar.

El avance de la pandemia durante 2020 ha impactado fuertemente los resultados de Bona, debido al cierre de casi un mes de todos sus locales durante el primer semestre y a la posterior operación solo en modalidades *delivery* y *take out*, en solo algunos locales. A septiembre de 2020, los ingresos acumulados registran una caída del 53,3% mientras que el margen Ebitda es de -11,6%.

Al igual que El Catador, la evolución de los resultados de Bona dependerá de la evolución de la pandemia y de las medidas sanitarias. La flexibilización de las cuarentenas contribuirá a un repunte en los ingresos, al poder operar en más locales y atender a público directamente, pero una potencial segunda ola que conlleve medidas sanitarias más restrictivas provocará resultados similares a los del primer semestre de 2020.

**ENDEUDAMIENTO Y FLEXIBILIDAD FINANCIERA**

**— EL CATADOR**

La deuda financiera de El Catador alcanzó, a septiembre de 2020, los RD\$ 838 millones, donde un 100% corresponde a deuda financiera con vencimiento en menos de 12 meses, asociada principalmente a las inversiones inmobiliarias realizadas para el centro de distribución de la compañía y capital de trabajo, dado que la compañía es un importador y financia a sus clientes, principalmente corporativos y, en menor medida, personas naturales.

El nivel de endeudamiento de la compañía aumentó durante 2020, alcanzando la 1,0 vez, producto de la obtención de nuevos préstamos bancarios de corto plazo. Esto, junto al Ebitda negativo registrado en el periodo, llevan a un deterioro importante en los indicadores de cobertura, alcanzando *ratios* de deuda financiera neta sobre Ebitda y de Ebitda de gastos financieros de 5,1 veces y 2,9 veces, respectivamente, al cierre de septiembre.

Es importante destacar que el monto a recaudar por la emisión del fideicomiso será traspasado a El Catador, quien, a su vez, lo utilizará para saldar parte de sus deudas financieras, por lo que su endeudamiento se reducirá considerablemente.

Por último, la liquidez de El Catador se ve ajustada, considerando su caja y equivalentes, a septiembre de 2020, por RD\$ 101,5 millones, un flujo de caja neto operacional, considerando 12 meses, de RD\$ 135 millones y disponibilidades de líneas de crédito

para sus requerimientos de capital de trabajo, frente a vencimientos de deuda por RD\$ 838 millones.

Sin embargo, Feller Rate estima que la compañía posee alternativas y acceso al mercado financiero suficientes para enfrentar el riesgo de refinanciamiento, siendo este fideicomiso, una de ellas.

#### — BONA

A diferencia de El Catador, antes del comienzo de la pandemia Bona se encontraba sin deuda financiera de corto plazo, debido a que saldo su deuda estructural durante 2014.

Sin embargo, debido al cierre de los locales por la pandemia, Bona debió hacer uso de sus líneas de crédito y obtener financiamiento adicional para enfrentar la contingencia, por lo que a septiembre de 2020, posee RD\$ 47 millones de deuda financiera, la cual está concentrada en su totalidad en el corto plazo.

Producto de que una parte relevante de sus operaciones son realizadas en locales alquilados, Feller Rate calcula indicadores de Ebitdar sobre deuda ajustada, la cual corresponde a una estimación de 8 veces la renta anual.

Producto del traspaso de los locales comerciales e inmuebles de Bona al fideicomiso, es esperable que, al incrementarse el gasto por alquiler, se incremente también la deuda ajustada y se vean más restringidos los indicadores de cobertura de la empresa. Sin embargo, el flujo proveniente de los dividendos del fideicomiso compensará este efecto.

Por último, la liquidez de Bona es considerada ajustada, considerando caja y equivalentes, a septiembre de 2020, por RD\$ 9,2 millones y un flujo de caja neto operacional, considerando 12 meses, de RD\$ 44,1 millones, frente a vencimientos de deuda financiera de RD\$ 47 millones.

#### — FIDEICOMISO BONA

Una vez realizada la emisión de valores, los activos de éste estarán compuestos por RD\$ 733,7 millones en bienes raíces 100% alquilados por 10 y 5 años, más una caja conformada por el monto de las cuentas de reserva (6 meses de intereses y la acumulación del 30% del capital en los primeros 5 años) más los anticipos recibidos por los arrendatarios. Por parte del pasivo, éste corresponderá al total emitido en valores de renta fija (hasta RD\$ 250 millones) y por el patrimonio del fideicomiso.

Esta estructura de capital implica un endeudamiento financiero máximo esperado en torno a las 0,57 veces.

Por parte de las coberturas, Feller Rate espera que los activos del fideicomiso, en un período normal sin efectos de la pandemia, pudieran generar ingresos anuales por RD\$ 180 millones, con un margen Ebitda superior al 90%, lo que implicaría coberturas de deuda financiera sobre Ebitda y Ebitda sobre gastos financieros en torno a 1,5 veces y 5,9 veces, respectivamente.

Por último, la liquidez esperada del fideicomiso es robusta gracias a la gran capacidad de generación de flujos operacionales, la estructura de deuda con vencimiento a 10 años y por la mantención de cuentas de reserva de 6 meses de intereses y por la acumulación en 5 años del 30% del capital de la deuda al vencimiento.

Adicionalmente, el riesgo de refinanciamiento en el año 10 se ve mitigado por las cuentas de reserva y la capacidad de generación de flujos esperada de los activos en ese momento.

## CARACTERÍSTICAS PRINCIPALES DEL PROGRAMA DE EMISIONES DE VALORES DE RENTA FIJA DE FIDEICOMISO

El monto total del programa de emisiones es de RD\$ 250 millones, mediante múltiples emisiones, con un plazo de 10 años, con amortización de tipo bullet.

El uso de fondos será otorgar los recursos obtenidos a los fideicomitentes para uso por estos últimos:

- Como capital de trabajo en sus respectivas empresas;
- Para sustitución de pasivos; o
- Para la adquisición de nuevos inmuebles.

La tasa de interés será fija anual en Pesos de República Dominicana y el pago de los intereses será trimestral.

	May. 2019	Oct. 2019	Ene. 2019	May. 2020	Jul. 2020	Oct. 2020	Dic. 2020
Solvencia	A	A	A	A	A	A	A
Valores de renta fija	A	A	A	A	A	A	A
Perspectivas	Estables	Estables	Estables	Estables	Estables	Estables	Estables

**RESUMEN FINANCIERO BONA**

(Miles de RD \$)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Sep-2019*	Sep-2020*
Ingresos por Venta	705.643	751.479	747.769	708.846	738.399	787.456	563.110	263.133
Ebitda <sup>(1)</sup>	51.742	72.483	110.070	101.339	97.397	97.467	70.718	-30.424
Ebitdar <sup>(2)</sup>	108.752	128.930	154.913	147.777	145.552	164.045	111.536	20.305
Resultado Operacional	35.851	40.328	54.830	65.410	55.172	58.707	38.116	-55.610
Gastos Financieros			-2.011	-1.924	-3.104	-3.655	-1.961	-2.671
Utilidad del Ejercicio	9.070	38.605	33.988	49.038	39.346	52.162	29.059	-59.477
Flujo Caja Neto Oper. (FCNO)	37.259	60.362	48.681	87.647	77.369	81.199	45.202	8.139
Inversiones netas	-14.309	-59.065	-34.397	-33.197	-70.382	-66.039	-46.680	-8.780
Variación deuda financiera	-24.994				12.900	-8.175		
Dividendos pagados			-12.798	-39.429	-33.432	-6.790	-6.790	
Caja y equivalentes	10.538	7.726	9.212	24.234	10.689	10.884	6.317	9.226
Activos Totales	365.456	395.447	367.003	376.030	390.777	408.403	404.932	383.762
Pasivos Totales	205.123	197.878	148.243	161.798	170.631	151.255	162.517	186.091
Deuda Financiera					12.900	4.725	7.656	47.000
Patrimonio + Interés Minoritario	160.333	197.570	218.759	214.232	220.146	257.148	242.415	197.671
Margen Operacional (%)	5,1%	5,4%	7,3%	9,2%	7,5%	7,5%	6,8%	-21,1%
Margen Ebitda (%)	7,3%	9,6%	14,7%	14,3%	13,2%	12,4%	12,6%	-11,6%
Margen Ebitdar (%)	15,4%	17,2%	20,7%	20,8%	19,7%	20,8%	19,8%	7,7%
Rentabilidad Patrimonial (%)	5,7%	19,5%	15,5%	22,9%	17,9%	20,3%	18,0%	-18,4%
Leverage (vc)	1,3	1,0	0,7	0,8	0,8	0,6	0,7	0,9
Endeudamiento Financiero (vc)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,2
Endeudamiento Financiero Neto (vc)	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,2
Deuda Financiera / Ebitda <sup>(1)</sup> (vc)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	-12,8
Deuda Financ. Neta / Ebitda <sup>(1)</sup> (vc)	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	-0,1	0,0	-10,3
Deuda Ajustada / Ebitdar <sup>(2)</sup>	4,2	3,5	2,3	2,5	2,7	3,3	2,6	8,1
Deuda Ajustada Neta / Ebitdar <sup>(2)</sup>	1,9	2,3	3,3	3,1	2,8	3,2	2,6	8,0
FCNO / Deuda Ajustada <sup>(3)</sup> (%)	8,2%	13,4%	13,6%	23,6%	19,4%	15,1%	14,7%	7,5%
Ebitda <sup>(1)</sup> / Gastos Financieros			54,7	52,7	31,4	26,7	27,7	-0,8
Ebitdar <sup>(2)</sup> / Gastos Financieros + Renta	2,0	1,9	2,3	3,3	3,1	2,3	3,9	1,4
Liquidez Corriente (vc)	0,3	0,4	0,4	0,5	0,3	0,4	0,3	0,3

(1) Ebitda = Resultado Operacional + Amortizaciones y depreciaciones.

(2) Ebitdar = Ebitda + Rentas.

(3) Deuda Ajustada = Rentas anuales por 8 veces.

\* Estados financieros interinos

**RESUMEN FINANCIERO EL CATADOR**

(Miles de RD \$)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Sep-2019*	Sep-2020*
Ingresos por Venta	1.668.048	1.782.290	1.965.160	2.197.543	2.503.359	2.901.299	1.739.291	1.333.090
Ebitda <sup>(1)</sup>	137.573	203.079	220.147	284.409	352.838	300.951	120.518	-36.558
Resultado Operacional	110.644	176.651	186.298	247.342	317.155	268.319	86.803	-59.645
Gastos Financieros	-26.185	-29.994	-40.955	-36.429	-31.086	-44.492	-46.136	-58.891
Utilidad del Ejercicio	111.533	103.453	113.879	151.561	248.365	174.317	53.934	-101.628
Flujo Caja Neto Oper. (FCNO)	16.946	118.570	197.326	86.759	237.516	141.505	-92.671	-98.751
Inversiones netas	-24.104	-168.334	-51.450	-4.986	-123.204	-35.440	-67.040	20.081
Variación deuda financiera	25.137	170.756	-65.280	-44.530	99.431	45.302	163.427	115.371
Dividendos pagados		-51.000	-42.158	-50.265	-181.419	-100.758	-179.479	
Caja y equivalentes	48.022	88.020	85.502	36.051	37.289	118.813	13.384	101.548
Activos Totales	1.268.387	1.611.637	1.705.432	1.713.131	2.130.890	2.219.612	1.838.246	2.027.378
Pasivos Totales	802.687	968.937	1.048.854	948.316	1.299.128	1.314.291	1.012.657	1.223.685
Deuda Financiera	346.949	517.705	452.425	472.493	579.264	626.287	722.887	838.258
Patrimonio + Interés Minoritario	465.700	642.700	656.579	764.816	831.762	905.321	825.589	803.693
Margen Operacional (%)	6,6%	9,9%	9,5%	11,3%	12,7%	9,2%	5,0%	-4,5%
Margen Ebitda (%)	8,2%	11,4%	11,2%	12,9%	14,1%	10,4%	6,9%	-2,7%
Rentabilidad Patrimonial (%)	23,9%	16,1%	17,3%	19,8%	29,9%	19,3%	24,8%	2,3%
Leverage (vc)	1,7	1,5	1,6	1,2	1,6	1,5	1,2	1,5
Endeudamiento Financiero(vc)	0,7	0,8	0,7	0,6	0,7	0,7	0,9	1,0
Endeudamiento Financiero Neto (vc)	0,6	0,7	0,6	0,6	0,7	0,6	0,9	0,9
Deuda Financiera / Ebitda <sup>(1)</sup> (vc)	2,5	2,5	2,1	1,7	1,6	2,1	2,2	5,8
Deuda Financ. Neta / Ebitda <sup>(1)</sup> (vc)	2,2	2,1	1,7	1,5	1,5	1,7	2,1	5,1
FCNO / Deuda Financiera (%)	4,9%	22,9%	43,6%	18,4%	41,0%	22,6%	2,6%	16,2%
Liquidez Corriente (vc)	1,7	1,6	1,4	1,3	1,1	1,3	1,1	1,0

(1) Ebitda = Resultado Operacional + Amortizaciones y depreciaciones.

\* Estados financieros interinos

**CARACTERÍSTICAS DE LOS INSTRUMENTOS**

**Emisión de Valores de renta fija de Fideicomiso**

**Primera**

Número de Registro	En Proceso
Valor total del Programa de Emisión	RD\$ 250.000.000
Fecha de colocación / emisión	En Proceso
Covenants	No tiene
Emisiones inscritas al amparo del Programa	En Proceso
Conversión	No Considera
Resguardos	Suficientes
Garantía	No posee

Las clasificaciones de riesgo de Feller Rate no constituyen, en ningún caso, una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información pública remitida a la Superintendencia de Valores o a la Superintendencia de Bancos y en aquella que voluntariamente aportó el emisor, no siendo responsabilidad de la clasificadora la verificación de la autenticidad de la misma.

La información presentada en estos análisis proviene de fuentes consideradas altamente confiables. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, Feller Rate no garantiza la exactitud o integridad de la información y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el empleo de esa información. Las clasificaciones de Feller Rate son una apreciación de la solvencia de la empresa y de los títulos que ella emite, considerando la capacidad que ésta tiene para cumplir con sus obligaciones en los términos y plazos pactados.