

**RATINGS****Calificadora
de Riesgo**

INFORME DE CALIFICACIÓN

Bonos Corporativos

X Development, S.A.

Sesión de Comité: 19 de diciembre de 2024

Calificación otorgada: BBB - (pa)

(calificación local en Panamá)

Significado de la calificación: "Posee una moderada capacidad de pago para cumplir con sus obligaciones financieras".

Perspectiva: Estable

Historia de la calificación: otorgada el 25 de septiembre de 2023 (calificación inicial)

ratificada el 19 de diciembre de 2024 (calificación actual)

Analista: Ernesto Bazán
ernesto@ernestobazan.com

Aspectos favorables en la evaluación

- Garantía de Carta de Crédito (Standby Letter of Credit) por el cumplimiento del pago de intereses de la emisión, otorgada por el Banco Aliado, S.A., entidad calificada localmente como A+ (pa).
- Garantía (en Fideicomiso) a favor del emisor, conformada por inmueble (terreno) de ubicación estratégica y potencial de valoración.
- Garantía (en Fideicomiso) a favor del emisor, conformada por derechos económicos de flujos futuros generados por arrendamientos y ventas.

Aspectos desfavorables en la evaluación

- Ausencia de capacidad de pago con los flujos actuales regulares (fuente primaria de pago).
- Riesgo de refinanciamiento (en caso de no generarse flujos suficientes).
- Riesgos inherentes al desarrollo de proyecto en el terreno actual del emisor.

Descripción de la estructura

X Development, S.A. (anteriormente Golden County Development, S.A.) es una sociedad panameña conformada con el propósito de desarrollar un proyecto inmobiliario en una de las zonas residenciales más exclusivas de la ciudad (Costa del Este). Con la finalidad de financiar la adquisición del terreno sobre el cual se desarrollará un proyecto, principalmente residencial, X Development, S.A. el 12 de enero de 2024 emitió bonos por US\$ 5,000,000, a un plazo de 5 años (Primera Serie Senior Garantizada A). El proyecto integral estará conformado por dos edificios, de aproximadamente 237 apartamentos, con extensiones entre 105 y 180 m². Además, proyectan contar con un área comercial en Planta Baja de aproximadamente 637 m². Los bonos emitidos son parte de un Programa Rotativo de Bonos Corporativos por hasta US\$ 60,000,000, que podrá llevarse a cabo en múltiples series, que podrán ser Series Senior garantizadas o no garantizadas, así como Series Subordinadas no acumulativas, según los requerimientos del Emisor y sujeto a las condiciones del mercado.

**RATINGS****Calificadora
de Riesgo**

INFORME DE CALIFICACIÓN

La Primera Serie Senior Garantizada A está devengando una tasa de interés anual fija de 5.75% durante el primer año. A partir del segundo año hasta el quinto, la tasa de interés se calculará como SOFR (Secured Overnight Financing Rate) a 3 meses más 2% anual, con un mínimo de 5.50% anual. Los intereses se pagan trimestralmente (30 de marzo, 30 de junio, 30 de septiembre y 30 de diciembre de cada año).

El pago del principal de la Primera Serie Senior Garantizada A será a través de una amortización inicial en el trimestre N° 12 (mes 36) por US\$ 500,000, otro pago en el N° 16 por US\$ 750,000 (mes 48) y un último pago en el N° 20 por US\$ 3,750,000 (mes 60).

Como colateral de la emisión se ha constituido un Fideicomiso Irrevocable de Garantía y Administración que tiene derecho sobre:

- i) hipoteca del terreno sobre el que se construirá el proyecto (ubicado en Costa del Este y que cuenta con un valor de venta rápida por US\$ 5,900,000, según el último avalúo realizado en febrero 2024,
- ii) cesión formal o suspensiva de los flujos provenientes de contratos de arrendamiento que se suscriban (tanto los presentes como futuros),
- iii) cesión de los flujos provenientes de la compraventa que se suscriban (presentes y futuros),
- iv) cuentas bancarias fiduciarias que contiene una cuenta de concentración para flujos de arrendamientos y de compraventa,
- v) cuenta de reserva para Servicio de Deuda con el equivalente de 3 meses de intereses (que será conformada durante los primeros 12 meses a partir de la fecha de emisión de la Primera Serie Senior Garantizada A), es decir, el 12 de enero de 2025,
- vi) cesión de la póliza de seguro del bien inmueble que cubrirá el 80% del valor de reposición de las mejoras (en caso de aplicar).

El agente fiduciario será Banco Aliado, S.A.

Otro colateral importante es la garantía que cubre el pago de intereses trimestrales durante todo el periodo de emisión (5 años), a través de cartas de crédito (standby letter of credit) anuales renovables, emitidas por Banco Aliado, entidad calificada en escala panameña como A+ (pan) por parte de Fitch Ratings y AA-pa por parte de Moody's Local. Banco Aliado, S.A. una entidad bancaria panameña que a nivel consolidado presentó activos por US\$ 3,892 millones al 30 de junio de 2024 y utilidad anual de US\$ 31.6 millones. El banco es el tercero de mayor tamaño en Panamá (dentro de los de capital panameño), según activos.

La cuenta de reserva para servicio de deuda trimestral (se estima que sería a partir del segundo año, aproximadamente US\$ 75,525). Aunque debe estar constituida para la fecha del 12 de enero 2025, a finales de noviembre 2024 fue de US\$ 69,890, lo que evidencia una alta probabilidad de alcanzar dicho compromiso por parte del emisor.

La sociedad emisora se constituyó en 2014 como Golden County Development, S.A. y en el 2023 cambió de nombre a X Development, S.A.. Al 30 de septiembre 2024 muestra activos por US\$ 7,299,368 (80.8% conformado por el terreno), pasivos por US\$ 7,299,368 (65.4% por bonos emitidos), patrimonio negativo de US\$ 234,359 y pérdida del ejercicio de US\$ 227,169 durante enero-septiembre 2024. El terreno en Costa del Este que garantiza la emisión fue adquirido por US\$ 5.9 millones, de los cuales US\$ 5.0 millones se financiaron con la emisión de la Primera Serie Senior Garantizada A y el resto con fondos de accionistas y empresas relacionadas. Como parte de la estructura de financiamiento, el emisor se obliga a mantener una cobertura de valor de venta rápida de garantías a saldo emitido en circulación no menor de 100% (a septiembre 2024 fue de 119.70%).

El inmueble adquirido por el emisor cuenta con facilidades arrendadas a una academia de natación, además de espacios libres que temporalmente son arrendados para estacionamiento de vehículos de

**RATINGS****Calificadora
de Riesgo**

INFORME DE CALIFICACIÓN

clientes que visitan negocios cercanos. En ambos casos, los arrendamientos le representan ingresos al emisor por un mínimo de US\$ 114,000 anuales, que representa aproximadamente 41.5% de los intereses anuales del segundo año.

Debido a que los ingresos por alquileres que percibe el emisor son insuficientes para cubrir el servicio de la deuda, la estructura cuenta con un instrumento “mejorador” (enhancement) para mitigar parcialmente los riesgos de capacidad de pago a través de una Carta de Crédito (Standby Letter of Credit) emitida por una entidad bancaria. La calificadora considera que se trata de un mitigante importante, pero solo parcial, debido a que la estructura requerirá del aporte de nuevos inversionistas, del aporte de actuales socios accionistas, o de un nuevo financiamiento (con mayor amplitud y alcance) para financiar las necesidades del flujo de caja financiero.



Evaluación

La buena ubicación del terreno lo hace atractivo para el desarrollo de proyectos inmobiliarios. Además, la experiencia de los promotores en los sectores construcción e inmobiliario es un elemento que aumenta la probabilidad de éxito del proyecto.

Sin embargo, desde la perspectiva financiera, los flujos actualmente previstos y proyectados no permiten estimar una suficiente capacidad de pago de los bonos a través de fuentes primarias. En las condiciones actuales, los pagos están supeditados a nuevas fuentes que alimenten el flujo de caja operacional (por nuevos proyectos, pagos anticipados de clientes) o flujo de caja financiero (aporte o préstamo de accionistas, ingreso de nuevos accionistas, préstamos de acreedores o préstamos de proveedores), los cuales –a la fecha de elaboración del presente informe- aunque son de ocurrencia probable, no están confirmados.

Por lo anterior, la emisión de la Primera Serie Senior Garantizada A se ha diseñado bajo el formato de una estructura que cuenta con colaterales que permiten mitigar parcialmente los riesgos inherentes a la capacidad de pago, en vista de las características de proyecto inmobiliario en etapa inicial. Por un lado, los intereses de la emisión están cubiertos por la carta fianza bancaria emitida y por otro lado, el

**RATINGS****Calificadora
de Riesgo**

INFORME DE CALIFICACIÓN

principal está garantizado por el fideicomiso que incorpora el inmueble (terreno) con valor de venta rápida superior al monto del principal emitido. En adición a lo anterior, existe una cuenta de reserva por un cupón de interés trimestral, que se ha ido conformando desde el momento de la emisión y estará conformada al 100% el 12 de enero de 2025. El fideicomiso también incorpora a los flujos futuros por ventas, alquileres y derechos, además de la cesión de póliza de seguros por mejoras al inmueble (80% mínimo).

La calificadora considera que los riesgos de capacidad de pago de la emisión se han cubierto parcialmente, a través de los mitigantes respectivos (principalmente, fideicomiso y fianza bancaria por cumplimiento de pago de intereses). Aún cuando los riesgos inherentes a la naturaleza de los proyectos inmobiliarios se mantienen, para la Primera Serie Senior Garantizada A se estima una capacidad de pago moderada, debido a los mitigantes que forman parte del diseño de la estructura. Por lo anterior, EB RATINGS ha ratificado la calificación BBB - (pa) a la Primera Serie Senior Garantizada A del Programa Rotativo de Bonos Corporativos emitidos por X Development, S.A..

**RATINGS****Calificadora
de Riesgo****INFORME DE
CALIFICACIÓN****ANEXO 1
Estados Financieros
X DEVELOPMENT, S.A**

Balance General						
X Development, S.A.						
	dic-20	dic-21	dic-22	sept-23	dic-23	sept-24
Activos						
Efectivo	-	-	11,000	11,782	54,006	7,414
Cuentas por cobrar, alquiler	-	-	-	-	-	8,143
Alquileres por cobrar a futuro	-	-	-	-	-	3,316
Adelantos a proveedor	-	-	-	40,414	900,000	178
Propiedad de Inversión	-	-	-	-	-	5,900,000
Construcciones en proceso	-	-	97	602,151	720,790	1,321,272
Gastos pagados por adelantado	-	-	-	-	38,110	-
Impuestos pagados por adelantado	-	-	-	-	-	2,978
Otros activos	-	-	-	-	-	56,058
Total de Activos	-	-	11,097	654,347	1,712,906	7,299,359
Pasivos						
Bonos por pagar al costo amortizado	-	-	-	-	-	4,928,889
Cuentas por pagar a proveedores	-	-	268	8,025	12,509	22,725
Cuentas por pagar a partes relacionadas	-	-	4,426	623,063	723,063	1,142,999
Adelantos recibidos de clientes	-	-	-	-	14,759	63,722
Depósitos en garantía, alquileres	-	-	-	-	7,765	17,500
Cuentas por pagar - accionistas	2,194	2,494	-	20,000	962,000	1,357,063
Impuesto diferido	-	-	-	-	-	829
Total de Pasivos	2,194	2,494	4,694	651,088	1,720,096	7,533,727
Deficiencia de Capital						
Capital aportado	-	-	10,000	10,000	10,000	10,000
Déficit	-2,194	-2,494	-3,597	-6,741	-17,190	-244,359
Total de deficiencia de capital	-2,194	-2,494	6,403	3,259	-7,190	-234,359
Total Pasivos y Patrimonio	-	-	11,097	654,347	1,712,906	7,299,368

Cifras en US\$ (dólares estadounidenses)

Estado de Resultados						
X Development, S.A.						
	dic-20	dic-21	dic-22	sept-23	dic-23	sept-24
Ingresos						
Arrendamientos	-	-	-	-	-	76,012
Otros ingresos	-	-	-	-	-	2
Ingresos Totales	-	-	-	-	-	76,014
Gastos						
Gastos generales y administrativos	-300	-657	-1,103	-3,145	-13,593	-80,569
Gastos financieros	-	-	-	-	-	-209,236
Amortización de costos por emisión de bonos	-	-	-	-	-	-12,549
Gastos totales	-300	-657	-1,103	-3,145	-13,593	-302,354
Pérdida antes de impuesto sobre la renta	-300	-657	-1,103	-3,145	-13,593	-226,340
Impuesto sobre la renta diferido	0	0	0	0	0	-829
Pérdida neta	-300	-657	-1,103	-3,145	-13,593	-227,169

Cifras en US\$ (dólares estadounidenses)

**RATINGS****Calificadora
de Riesgo****INFORME DE
CALIFICACIÓN****ANEXO 2****CALIFICACIÓN OTORGADA**

Emisor	Instrumento	Calificación(*)	Significado de la Calificación	Perspectiva (**)
X Development, S.A.	Primera Serie Senior Garantizada A del Programa Rotativo de Bonos Corporativos, por hasta US\$ 5,000,000	BBB - (pa)	“Posee una moderada capacidad de pago para cumplir con sus obligaciones financieras”.	Estable (***)

(*) La nomenclatura (pa) se usa para indicar que trata de una calificación emitida en Panamá, comparable únicamente con otras calificaciones de emisores locales con la misma nomenclatura (pa). Los signos + y - se emplean para indicar menor o mayor riesgo dentro de la categoría, respectivamente.

(**) Se refiere a la perspectiva de la calificación.

(***) A futuro, es más probable que la calificación se mantenga en la misma escala a que se modifique.

**RATINGS****Calificadora
de Riesgo**

INFORME DE CALIFICACIÓN

DISCLAIMER

La calificación de riesgo es una opinión basada en un análisis independiente sobre la capacidad de pago del emisor, de acuerdo con los términos y condiciones pactados en los documentos de emisión y no representa una recomendación de comprar, vender o invertir en instrumentos representativos de deuda vinculados a los títulos o valores calificados. EB RATINGS no realiza auditoría ni asesoría a los emisores de deuda que califica. EB RATINGS no audita la información que recibe de parte del emisor, la misma que viene en forma de declaración de veracidad por parte del mismo. EB RATINGS no es responsable por las decisiones que pudieran tomar inversionistas sobre los instrumentos que resultan como producto de la emisión, por lo que sus opiniones no son vinculantes sino referenciales para las decisiones que toman los agentes económicos bajo su propia responsabilidad.