

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

INFORME DE CALIFICACIÓN

Emisor:

PROCOSTA, S.A.

Sesión de Comité: 26 de marzo de 2025

Instrumentos: Serie A (Garantizada) del Programa Rotativo de Bonos Corporativos

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: BBB (pa) otorgada el 27 de octubre de 2021 (calificación inicial)

Sin modificaciones hasta la fecha.

Analista: Ernesto Bazán

ernesto@ernestobazan.com

Aspectos favorables en la evaluación

- Suficiencia, aunque moderada, para el pago de servicio de deuda.
- Respaldo de fideicomiso de garantía y administración conformado por flujos futuros de alquileres e hipotecas de activos atractivos. Estos últimos deben cubrir al menos 1.25x el saldo de deuda, considerando avalúo a venta rápida.
- Estructura con cuenta “Cash Sweep”, que permite usar el 100% del flujo de caja libre (por alquileres y ventas) para pagar anticipadamente parte de la deuda.
- Buena cartera de clientes y contratos con baja probabilidad de terminación anticipada (por el costo de instalación asumido).

Aspectos desfavorables en la evaluación

- Riesgo de refinanciamiento (en caso no se vendan las propiedades disponibles).
- Alta concentración de clientes en alquiler de inmuebles (los cinco mayores clientes representan 82% de los ingresos).

Descripción de la estructura

Procosta, S.A. es el emisor de la Serie A de un Programa Rotativo de Bonos Corporativos por US\$ 30,000,000. Los bonos fueron emitidos el 31 de diciembre de 2021 a un plazo de 5 años, con intereses pagaderos semestralmente (tasa anual de 5.25%) y pago del principal al vencimiento (bullet). Con el producto de la emisión, Procosta canceló obligaciones bancarias con Global Bank Corporation. Como colateral de la emisión se ha constituido un fideicomiso de administración y garantía que tiene los derechos sobre los flujos futuros de alquiler, así como de 88 oficinas y locales y sus derechos económicos sobre futuras ventas. Adicionalmente, la estructura contempla una cuenta “Cash Sweep” que permite cancelar anticipadamente parte del principal, a través del flujo de caja libre que resulte de alquileres y ventas. La emisión también tiene como garantía la fianza personal de sus accionistas beneficiarios (personas naturales).



Procosta es el desarrollador inmobiliario del Centro Comercial Panama Design Center (PDC), que fue construido entre febrero 2014 y diciembre 2019. Cuenta con locales comerciales y oficinas de 27,128.95 m². Sus locales comerciales tienen extensión entre 56.31 m² y 1,266.65 m², mientras que las oficinas, entre 57.17 m² y 2,132.74 m². Está conformado por 106 espacios para locales comerciales y oficinas, cinco elevadores (dos de ellos panorámicos), escaleras eléctricas y sistema de control de acceso para oficinas. Sus accionistas (beneficiarios finales) son empresarios de reconocida trayectoria en Panamá: Ramy Attie, Sion Gadelloff, José Eskenazi y Jack Eskenazi, con experiencia e inversiones en los sectores comercio e inmobiliario, entre otros.

Al 31 de diciembre de 2024, el emisor reflejó en sus estados financieros, activos por US\$ 49,222,614, utilidad del ejercicio por US\$ 39,691 y patrimonio neto negativo en US\$ 4,596,393. Esto último principalmente por el efecto de la depreciación, considerando que los activos inmobiliarios representan el 91.8% de los activos totales.

La fuente de pago de principal e intereses de los bonos son los flujos provenientes de las ventas y/o alquiler de las oficinas y locales. La emisión también cuenta con el endoso de la póliza de seguro (incendio y líneas aliadas) contratadas sobre los bienes inmuebles, las cuales deberán tener una cobertura de al menos un ochenta por ciento (80%) del valor de las mejoras. Adicionalmente, la estructura contempla una cuenta de reserva que estará conformada por el monto equivalente a tres meses de intereses (las cuotas son semestrales).



El íntegro del flujo de caja libre (neto de gastos operativos, comerciales y administrativos) que proviene de los ingresos por ventas o alquileres son destinados en forma obligatoria a cancelar anticipadamente el principal de los bonos (programado al vencimiento de los cinco años).

Como parte de la estructura de financiamiento, el emisor se obliga a cumplir condiciones habituales (covenants), destacando:

- 1) No otorgar garantías ("negative pledge") ni avales a terceros.
- 2) No reducir capital ni proveer fondos a partes relacionadas (excepto en transacciones normales de negocios).
- 3) No incurrir en endeudamiento adicional.
- 4) No fusionarse, consolidarse, escindirse o alterar su existencia materialmente.

- 5) No modificar el giro normal de su negocio.
- 6) No modificar su composición accionaria actual, directa o indirectamente, de forma que resulte en un cambio de control.
- 7) No reducir su capital social autorizado.

Covenants Financieros

1) Prueba Anual de Cobertura de Flujos:

El servicio de deuda debe ser inferior a la suma de: (i) flujo de alquileres, (ii) aporte de capital y (iii) cuenta de reserva.

2) Índice de Cobertura de Garantías:

Durante la vigencia de los bonos, el valor de venta rápida de las propiedades deberá representar por lo menos el 1.25x el saldo insoluto de la deuda. A la fecha del presente informe dicho índice fue 1.69x.

El propósito de la emisión fue sustituir la deuda bancaria que se tenía con Global Bank Corporation, quien a su vez fue el estructurador y el suscriptor original de los bonos (en forma íntegra).

Análisis de la capacidad de pago del emisor

La fuente de ingresos del emisor para hacer frente a sus obligaciones de bonos corresponde esencialmente a los flujos por alquileres y por ventas (de sus oficinas y locales).

El Centro Comercial PDC (Panama Design Center) totaliza 27,122.83 m² y está compuesto en un 65% por locales comerciales, mientras que el 35% lo conforman oficinas (según m²). De la extensión total ya han sido vendidos 9,215.62 m², mientras que de los que aún quedan en propiedad del emisor, el 93% aproximadamente se encuentran arrendados (según m²).

Las oficinas han tenido una buena acogida, ya que todas ellas se han rentado o alquilado y debido a esto, ahora solo hay locales comerciales disponibles. Dentro de los principales clientes de oficinas se encuentran: Maerks, L'oreal, entre otros.

Por otra parte, entre los principales clientes (que han arrendado o comprado locales comerciales) están Power Club, Restaurante Mai Mai, Bi-Bank, Ilumitec, Cable & Wireless, Addison House, entre otros.

Los contratos de arrendamiento tienen plazos que oscilan entre 3 y 10 años. En opinión de EB RATINGS, aunque es posible, son reducidas las posibilidades de terminación anticipada con los clientes ya instalados debido a los costos irrecuperables que implican gastos en obras de instalación para iniciar operaciones, principalmente para el caso de los clientes de mayor espacio arrendado.

Durante el año 2024, los ingresos por arrendamiento se incrementaron respecto del año 2023, de US\$3.11 millones a US\$ 3.87 millones, principalmente por mayor ocupación de inmuebles alquilados. Por su parte, las ventas durante el 2024 fueron de US\$ 0.26 millones (versus US\$ 1.12 millones en el 2023). Para los años 2025 y 2026 se estima crecimientos cercanos al 4.5% en flujo de ingresos.

Los gastos administrativos y de ventas se mantuvieron estables, ubicándose en US\$ 1.03 millones en el 2024 (sin incluir depreciación y amortización), luego de haber sido US\$ 1.08 millones y US\$ 1.06 millones en 2022 y 2023, respectivamente. Por su parte, la generación de flujos operativos fue de US\$ 3.1 millones durante el 2024, cubriendo con holgura los intereses anuales por los bonos (US\$ 1.52 millones), generándose un ratio de cobertura de intereses de 2.09x y estimándose en 2.32y 2.60x para los años 2025 y 2026, teniendo en cuenta que la estructura contempla el pago total de principal de bonos al vencimiento ("bullet").



La emisión de bonos contempla una cuenta “cash sweep” que permite amortizaciones parciales en función de la disponibilidad de flujo de caja generado por excedentes. En tal sentido, se han realizado dos amortizaciones parciales del principal de emisión por US\$ 636 miles y US\$ 189 miles en 2022 y 2023, respectivamente. Adicionalmente, se realizaron dos amortizaciones adicionales por US\$ 280,000 y US\$ 117,000 como producto de ventas inmobiliarias del emisor. Se estima que durante los años 2025 y 2026, la generación de excedentes de efectivo le podría permitir amortizar entre US\$ 1.0 millones y US\$ 2.0 millones de principal de deuda.

Proyección de la Generación de Flujo de Caja y Capacidad de Pago de la Estructura					
	2022	2023	2024	2025	2026
Flujo de Ingresos					
Por Alquileres	2,525	3,107	3,869	4,062	4,266
Por Ventas	720	1,120	257	257	257
Otros ingresos	16	370	155	155	155
Flujo de Ingresos Operativos	3,261	4,597	4,281	4,475	4,678
Gastos de Administración y Ventas	(1,078)	(1,057)	(1,033)	(1,085)	(1,139)
Impuestos	(76)	(90)	(61)	(64)	(67)
Flujo de Ingresos Operativos Netos	2,107	3,450	3,187	3,326	3,471
Intereses	(1,575)	(1,542)	(1,517)	(1,511)	(1,467)
Principal	-	-	-	-	(27,943)
Servicio de Deuda	(1,575)	(1,542)	(1,517)	(1,511)	(29,410)
Flujo de Caja Libre	532	1,908	1,670	1,815	-25,939
Saldo Deudor al inicio del periodo	30,000	29,364	28,895	28,778	27,943
Amorización del principal con Flujo de Ingresos Operativos Netos					(27,943)
Amorización del principal desde cuenta Cash Sweep	(636)	(469)	(117)	(835)	(907)
Saldo Deudor al final del periodo	29,364	28,895	28,778	27,943	-
<i>cifras en US\$ miles</i>					
Ratio de Cobertura de Intereses	1.34	2.24	2.10	2.20	2.37
Ratio de Cobertura de Servicio de Deuda	1.34	2.24	2.10	2.20	0.12

Para el año 2026 resultaría un saldo de principal de US\$ 27.9 millones para sea refinanciado (en un nuevo crédito bancario o una nueva emisión de bonos). El riesgo de “refinanciamiento” es uno de los más relevantes en la estructura; no obstante, resulta atenuado considerando la apreciación inmobiliaria esperada en los próximos años y los resultados comerciales que generarán excedentes de generación de efectivo e impactarán positivamente a la estructura a través de una menor deuda.

EB RATINGS valora positivamente la calidad inmobiliaria de los activos que generan y la calidad crediticia de los flujos provenientes de clientes del Emisor que servirán como repago de la deuda contraída por el emisor a través de los bonos. Asimismo, ha considerado que, aunque es posible, resulta poco probable que los arrendatarios terminen anticipadamente los contratos, considerando los costos de instalación relacionados y lo atractivo que resulta el inmueble por su combinación de ubicación, comodidad y facilidades.

Por otra parte, la capacidad de pago de los bonos emitidos por Procosta S.A. –a través de las fuentes primarias establecidas en los términos y condiciones de la emisión— permite cumplir con satisfacción el servicio de la deuda, con excepción del último periodo en que debe producirse el pago del principal de la deuda (estimado en US\$ 28 millones para dicho momento). Para los años 2025 y 2026, el índice de cobertura de intereses se estima en 2.20x y 2.37x, respectivamente.

La calificadora pondera también la estructura de financiamiento, con mitigantes de riesgo como la cuenta “cash sweep” (que permite redenciones parciales anticipadas), así como también la cuenta de

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

INFORME DE CALIFICACIÓN

reserva por el equivalente a tres meses de intereses (que permite cubrir necesidades de liquidez ante casos de eventos inesperados), y finalmente, las garantías (de inmueble y de flujos cedidos a un fideicomiso de administración y garantía) donde los flujos operativos netos cubren el servicio de deuda (excepto al vencimiento) y el valor comercial de los inmuebles cubren 1.69x el saldo del principal de la deuda.

Con relación al riesgo de refinanciamiento, éste es uno de los principales limitantes en la calificación de riesgo. No obstante, se ha tenido en cuenta que mientras que el saldo deudor de la emisión es esperadamente decreciente, la apreciación inmobiliaria es esperadamente creciente, generándose un ratio 1.75x de cobertura de garantía inmobiliaria respecto del principal (versus 1.64x al inicio del periodo). Adicionalmente, otro elemento que es atenuante en el riesgo de refinanciamiento es la estabilidad y antecedentes de flujos con arrendatarios que han demostrado capacidad de pago en sus obligaciones y estabilidad de sus operaciones.

**ANEXO 1****CALIFICACIÓN OTORGADA**

Emisor	Instrumento	Calificación(*)	Significado de la Calificación	Perspectiva (**)
Procosta, S.A.	Serie A del Programa Rotativo de Bonos Corporativos por US\$ 30,000,000	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 pueden emplear 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.

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.