

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

INFORME DE CALIFICACIÓN

Emisor:

RITOL INVESTMENT, INC.

Sesión de Comité: 26 de marzo de 2025

Instrumento: 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 12 de diciembre de 2020 (calificación inicial)

Sin modificaciones hasta la fecha.

Analista: Ernesto Bazán

ernesto@ernestobazan.com

Aspectos favorables en la evaluación

- Suficiencia, aunque moderada, de pagar intereses en el escenario base (alquiler de los dos edificios).
- Fideicomiso de garantía (flujos y activos) con cobertura de garantía tangible por 1.81x el monto de bonos emitidos, a valor de mercado.
- Cancelación anticipada obligatoria con excedentes de posible venta de edificios y/o flujo de caja libre.

Aspectos desfavorables en la evaluación

- Alta concentración (un solo cliente y dos inmuebles) para la generación de su flujo de ingresos.
- Sector inmobiliario con relativa incertidumbre en niveles de precios y ocupación.

Descripción de la estructura

El 9 de abril de 2021 Ritol Investment, Inc. emitió la Serie A de un Programa de Bonos Corporativos por US\$ 10,200,000, a un plazo de 5 años, con intereses pagaderos semestralmente (tasa anual de 3%) y pago del principal al vencimiento (9 de abril de 2026). Actualmente se encuentran en circulación US\$ 9.55 millones debido a que se han realizado amortizaciones parciales. Como colateral de la emisión se ha constituido un fideicomiso de administración y garantía que tiene los derechos sobre la hipoteca de una finca (conformada por dos edificios) y por los flujos de ingresos (presentes y futuros) que genere dicha finca por alquiler o venta de sus edificios. La finca se encuentra ubicada en Costa del Este, una de las zonas de mayor valoración inmobiliaria en Ciudad de Panamá, tanto a nivel residencial como a nivel comercial.

Al 31 de diciembre de 2024, el emisor reflejó en sus estados financieros, activos totales por US\$ 13.76 millones, patrimonio neto negativo por US\$ 2.58 millones y pérdida del ejercicio por US\$ 264.42 miles. Sin embargo, para fines del análisis de la capacidad de pago de los bonos por parte del emisor, debe tomarse en cuenta que la pérdida está explicada por la depreciación de activos (dos edificios) que representan el 95.8% del total de activos, por lo que considerando la depreciación anual de US\$ 465.50 miles, la generación de efectivo del emisor resulta positiva y suficiente para cubrir los gastos financieros de la emisión.



La fuente de pago de los intereses son los flujos netos provenientes de los alquileres de los dos edificios que conforman la finca. Por su parte, la fuente de pago del principal serían las ventas de los mismos. En el caso que se vendan las fincas antes del vencimiento de los bonos, se amortizaría anticipadamente el saldo de capital de la emisión; sin embargo, si los inmuebles no se venden hasta la fecha de la redención del principal, los bonos tendrían un probable refinanciamiento. La estructura también cuenta con el endoso de las pólizas de seguro contra Incendio, por el valor del 80% del valor de las mejoras a la finca, a favor de los acreedores. En el caso de los flujos futuros, ellos se encuentran bajo cesión suspensiva al fideicomiso de administración y garantía; es decir, dicha cesión se perfeccionaría en el caso que el emisor incurra en un evento de incumplimiento.

La estructura establece que durante el periodo de vigencia de la emisión, el valor de venta rápida de las propiedades deberá representar por lo menos el 110% del saldo de capital de la emisión. A la fecha de elaboración del presente informe, el valor de mercado de las propiedades correspondía a US\$ 17,280,000, según el avalúo realizado en enero de 2024, lo que representa el 1.81x el monto en circulación de la Serie A del Programa de Bonos Corporativos (US\$ 9,550,000).

El íntegro del flujo de caja libre proveniente de los ingresos por ventas o alquileres deben ser destinados en forma obligatoria a una cuenta de redención anticipada. Para determinar el flujo de caja libre, deberá deducirse los costos, gastos de administración y operación, capex (inversiones), así como una cuenta de reserva para el emisor por el equivalente a gastos operativos y financieros de tres meses.

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

- 1) Mantener una relación de al menos 1.1x entre el valor del inmueble en garantía (a valor de venta rápida) versus el saldo de capital de la deuda.
- 2) No otorgar garantías (*negative pledge*), ni avales a terceros, ni a partes relacionadas.
- 3) No reducir capital ni proveer fondos a parte relacionadas (excepto en transacciones normales de negocios).
- 4) No incurrir en edeudamiento adicional.

El propósito de la emisión fue sustituir su deuda bancaria (con Global Bank Corporation), quien a su vez fue el estructurador y pasó a ser el acreedor inicial de bonos.

Análisis de la capacidad de pago del emisor

La fuente principal de ingresos para el repago de los bonos proviene del alquiler de los dos edificios que conforman la finca. El primero de ellos (H51) es un edificio de tres pisos, con 41 estacionamientos y garita de seguridad, conformado en el nivel “cero” por 747.81 m² de área cerrada y 2,669.97 m² de área abierta; en el nivel “uno” por 800.86 m² de área cerrada y 99.75 m² de área abierta; nivel “dos” por 373.97 m² de área cerrada y 311.97 m² de área abierta. El segundo edificio (denominado H52) es un edificio de dos pisos, con 61 estacionamientos y garita de seguridad, conformado por 774.6 m² de área cerrada y 369.25 m² de área abierta.

El edificio H51 se encuentra con un contrato de arrendamiento hasta 2036 con Boston School International (colegio privado de preprimaria, primaria, secundaria y bachillerato internacional), cabe destacar que su efectividad inició el 1ero de junio de 2021. Por su parte, el edificio H52 se encontraba arrendado a la compañía de seguros Acerta hasta finales de mayo de 2024. Dicho inmueble ha pasado a ser arrendado a Boston School International con efectividad 1ero de diciembre de 2024, con duración hasta el 30 de junio de 2036 y plazo mínimo garantizado hasta el 30 de junio de 2027.

El saldo emitido de bonos fue inicialmente US\$ 10.2 millones; sin embargo las proyecciones del flujo de caja cambian con las tres redenciones parciales que ha realizado el emisor. La primera, en diciembre 2021, por US\$ 50,000; la segunda, en octubre 2022 por US\$ 350,000; y, la tercera, en octubre 2024 por US\$ 250,000, lo que ha reducido el saldo a capital a US\$ 9.55 millones que, a su vez, implica intereses anuales por US\$ 286,500, (en lugar de los US\$ 306,000 iniciales).

Debido a que el contrato con uno de los dos clientes de la estructura inició a mediados del 2021, los ingresos anuales durante dicho año se vieron afectados y el flujo requirió de emplear saldos de caja y financiamientos especiales para cubrir la brecha inicial, lo cual el emisor logró sin inconvenientes. A partir del año 2022, el emisor ha logrado coberturas positivas y suficiencia para cubrir sus obligaciones financieras y operativas. Con un enfoque prospectivo, esta situación fue considerada por la calificadora de riesgo en la calificación inicial. Se estima además que debido a su generación positiva de excedentes durante el 2024, podría haber una nueva redención parcial anticipada en el 2025.

El flujo de alquileres en 2024 fue de US\$ 497,404, disminuyendo respecto del año anterior (US\$ 659,451) debido a la terminación anticipada de uno de los arrendatarios (Acerta) en mayo 2024. Boston School amplió su arrendamiento, tomando el inmueble descocupado e iniciando pagos a partir de diciembre 2024. Se espera que para el 2025 ello represente ingresos por US\$ 653,221, que permitiría al emisor mostrar un ratio de cobertura de intereses de 1.88x.

Es importante tener en cuenta que pago del principal se realiza bajo la modalidad “bullet”, es decir, al vencimiento y ello debería ocurrir el 9 de abril de 2026. El esquema de financiamiento tiene previsto que la fuente de pago sea fundamentalmente la finca que garantiza la emisión, valorizada en US\$ 17.28 millones, a valor de mercado (enero de 2024). La estructura contempla la amortización anticipada si las propiedades llegan a venderse antes del vencimiento de los bonos. Es evidente que la estructura presenta un riesgo de refinanciamiento y que probablemente el principal sea amortizado con una nueva emisión de bonos.

Proyección de la Generación de Flujo de Caja de la Estructura					
	2021	2022	2023	2024	2025
Flujo de Ingresos Operativos					
Alquileres	349,113	543,009	659,451	616,075	653,221
Gastos Administrativos y Operativos	-104,887	-207,017	-128,038	-108,693	-114,128
Flujo de Ingresos y Gastos Operativos	244,226	335,992	531,413	507,382	539,093
Servicio de Deuda					
Intereses	-342,257	-306,162	-298,083	-297,483	-286,500
Principal	0	0	0	0	-9,550,000
Flujo de Financiamiento	-342,257	-306,162	-298,083	-297,483	-9,836,500
Flujo de Caja Generado en el Período (Neto)	586,483	642,154	829,496	804,865	10,375,593
<i>cifras en US\$</i>					
Ratio de cobertura de intereses	0.71	1.10	1.78	1.71	1.88
Ratio de cobertura de servicio de deuda	0.71	1.10	1.78	1.71	0.05

Como resultado del análisis, la capacidad de pago de los bonos –a través de las fuentes primarias establecidas en los términos y condiciones de la emisión– está supeditada a que ambos edificios sean alquilados y a que se vendan antes del vencimiento de los bonos con la finalidad de cancelar el principal de la deuda. Bajo condiciones normales, los flujos evidencian una capacidad de pagar intereses con recursos propios de la actividad, mostrando en los últimos dos años indicadores de cobertura de intereses de 1.78x y 1.71x, en el 2023 y 2024, respectivamente.

Por otro lado, aunque la calificadora considera que el contrato de arrendamiento con Boston School ha venido creciendo y fortaleciéndose en el tiempo, actualmente el riesgo comercial de los flujos de alquileres está concentrado en un cliente único.

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

INFORME DE CALIFICACIÓN

Con relación al principal, se estimaba que bajo el escenario base, al final del quinto año, el saldo de capital sea US\$ 9,433,506. Actualmente está en US\$ 9,550,000 (faltando casi un año del vencimiento). La amortización del principal resultaría inferior a los US\$ 10,200,000 (monto inicial de la emisión) debido a la amortización anticipada que han originado los excedentes del flujo de caja neto disponible. En tal sentido, el riesgo de refinanciamiento del principal sería ligeramente menor, al tener la necesidad de refinanciar un monto inferior al originalmente emitido, con garantías tangibles que han mantenido su valor comercial durante el periodo de la emisión y, en consecuencia, han mejorado ligeramente su cobertura respecto del saldo deudor (actualmente en 1.81x).

**RATINGS**Calificadora
de Riesgo**INFORME DE
CALIFICACIÓN****ANEXO 1
BALANCE GENERAL
RITOL INVESTMENT, INC.**

BALANCE GENERAL	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24
ACTIVOS					
Activos corrientes					
Efectivo	74,648	181,309	189,304	260,835	242,427
Cuentas por cobrar, alquileres	-	1,073	21,804	3,265	1,187
Alquileres por cobrar a futuro, porción corriente	-	-	21,657	21,657	118,671
Crédito fiscal de ITBMS	-	-	53,837	55,285	55,772
Gastos pagados por anticipado	66,616	58,049	3,919	16,067	3,916
	141,264	240,431	290,521	357,109	421,973
Activos no corrientes					
Propiedad de Inversión, neto	14,927,608	14,466,921	14,006,234	13,652,699	13,187,201
Otros activos	92	92	-	151,005	1,736
Alquileres por cobrar a futuro, porción no corriente	15,360	27,073	44,356	130,091	151,748
	14,943,060	14,494,086	14,050,590	13,933,795	13,340,685
	15,084,324	14,734,517	14,341,111	14,290,904	13,762,658
PASIVOS Y PATRIMONIO					
Pasivos corrientes					
Préstamos bancarios	9,503,780	-	-	-	-
Cuentas por pagar - proveedores	28,189	23,567	22,831	356	2,236
Cuentas por pagar - partes relacionadas	-	1,777	-	25,231	-
Adelantos recibidos por alquileres	18,000	15,960	36,960	36,960	36,636
Intereses acumulados por pagar	334,744	933	817	150,267	796
Derecho de llave, porción corriente	-	-	25,000	25,000	25,000
	9,884,713	42,237	85,608	237,814	64,668
Pasivos no corrientes					
Bonos por pagar al costo amortizado	-	10,071,573	9,740,027	9,758,480	9,526,933
Depósitos en garantía, alquileres	47,960	37,000	58,000	66,516	52,516
Adelanto recibido de cliente	-	-	-	-	150,000
Cuentas por pagar - partes relacionadas, no corriente	6,223,839	6,213,839	6,213,839	6,213,839	6,213,839
Derecho de llave, porción no corriente	-	-	314,583	289,583	264,583
Impuesto Diferido	3,840	6,768	16,503	37,937	67,605
	6,275,639	16,329,180	16,342,952	16,366,355	16,275,476
TOTAL PASIVOS	16,160,352	16,371,417	16,428,560	16,604,169	16,340,144
PATRIMONIO					
Acciones de capital	0	10,000	10,000	10,000	10,000
Déficit	-1,076,028	-1,646,900	2,097,449	-2,323,247	-2,587,468
Impuesto complementario	0	0	0	-18	-18
Total Patrimonio	-1,076,028	-1,636,900	-2,087,449	-2,313,265	-2,577,486
TOTAL PASIVOS Y PATRIMONIO	15,084,324	14,734,517	14,341,111	14,290,904	13,762,658

(*) Cifras en US\$



ANEXO 2
ESTADO DE RESULTADOS
RITOL INVESTMENT, INC.

ESTADO DE RESULTADOS	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24
Ingresos de Operación					
Arrendamientos	183,360	349,113	543,009	659,451	616,075
Derecho de llave	-	-	10,417	25,000	25,000
Otros ingresos	-	5,321	879	19,246	14,799
	183,360	354,434	554,305	703,697	655,874
Gastos de Operación					
Gastos generales y administrativos	-136,160	-104,883	-207,017	-128,038	-108,693
Depreciación & Amortización	-436,748	-460,687	-460,687	-460,687	-465,498
	-572,908	-565,570	-667,704	-588,725	-574,191
Utilidad Operativa	-389,548	-211,136	-113,399	114,972	81,683
EBITDA	47,200	249,551	347,288	575,659	547,181
Gastos financieros	-334,744	-356,808	-306,162	-298,083	-297,483
Amortización gasto emisión de bonos	0	0	-21,253	-21,253	-18,753
Utilidad antes de Impuestos	-724,292	-567,944	-440,814	-204,364	-234,553
Impuesto a la renta					
Diferido	-3,840	-2,928	-9,375	-21,434	-29,668
Corriente	0	0	0	0	0
Utilidad neta	-728,132	-570,872	-450,189	-225,798	-264,221

(*) Cifras en US\$

**ANEXO 3****CALIFICACIÓN OTORGADA**

Emisor	Instrumento	Calificación(*)	Significado de la Calificación	Perspectiva (**)
Ritol Investment, Inc.	Serie A del Programa de Bonos Corporativos por hasta US\$ 10,200,000(****)	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.

(****) Actualmente en circulación US\$ 9,550,000.

**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.