Panamá Norte School, S.A.
Programa Rotativo de Bonos Inmobiliarios y Bonos Subordinados Acumulativos

Comité No. 85/2023	
Informe con EEFF auditados al 31 de diciembre de 2022	**Fecha de comité: 11 de agosto de 2023**
Periodicidad de actualización: Semestral	Sector Inmobiliario / Panamá

Equipo de Análisis		
Paula Ramírez pramirez@ratingspcr.com	Victor Reyes vreyes@ratingspcr.com	(502) 6635-2166

HISTORIAL DE CALIFICACIONES						
Fecha de información	dic-18	dic-19	dic-20	Jun-21	dic-21	dic-22
Fecha de comité	10/05/19	07/01/2021	12/05/2021	03/12/2021	01/07/2022	11/08/2023
Bonos Inmobiliarios Rotativos	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	AA
Bonos Subordinados Acumulativos	A+	A+	A+	A+	A+	A+
Perspectiva	Estable	Estable	Estable	Estable	Positiva	Estable

Significado de la calificación

Categoría AA: Emisiones con alta calidad crediticia. Los factores de protección al riesgo son razonables, suficientes para una inversión aceptable. Existe una variabilidad considerable en el riesgo durante los ciclos económicos, lo que pudiera provocar fluctuaciones en su Calificación.

Categoría A: Emisiones con buena calidad crediticia. Los factores de protección son adecuados, sin embargo, en períodos de bajas en la actividad económica los riesgos son mayores y más variables.

Con el propósito de diferenciar las calificaciones domésticas de las internacionales, se ha agregado una (PA) a la calificación para indicar que se refiere sólo a emisores/emisiones de carácter doméstico a efectuarse en el mercado panameño. Estas categorizaciones podrán ser complementadas si correspondiese, mediante los signos (+/-) mejorando o desmejorando respectivamente la calificación alcanzada entre las categorías AA y B.

La información empleada en la presente calificación proviene de fuentes oficiales; sin embargo, no garantizamos la confiabilidad e integridad de la misma, por lo que no nos hacemos responsables por algún error u omisión por el uso de dicha información. La calificación otorgada o emitida por PCR constituyen una evaluación sobre el riesgo involucrado y una opinión sobre la calidad crediticia, y la misma no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago de este; ni estabilidad de su precio 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.

Racionalidad

En comité de calificación, PCR decidió subir la calificación de **$_{PA}$AA-** a **$_{PA}$AA** a los **Bonos Inmobiliarios Rotativos,** mantener la calificación de **$_{PA}$A+** a los **Bonos Subordinados Acumulativos** y modificar la perspectiva de **'Positiva'** a **'Estable'** de Panamá Norte School, S.A. con información al 31 de diciembre de 2022. La calificación se fundamenta en el sostenido nivel de ingresos por alquiler de las instalaciones de The Metropolitan School of Panamá. Adicional, se considera la mejora en los indicadores de solvencia y la adecuada cobertura sobre sus gastos financieros, así como, las adecuadas garantías sobre la emisión. Asimismo, se consideran los ajustados niveles de liquidez para el cumplimiento de sus obligaciones a corto plazo, sin embargo, se toma en cuenta la calidad de la entidad The Metropolitan School of Panamá, que pertenece a North Anglia Education.

Perspectiva

Estable

Resumen Ejecutivo

La calificación de riesgo otorgada al Programa Rotativo de Bonos Inmobiliarios Acumulativos de Panamá Norte School S.A. se basó en la evaluación de los siguientes aspectos:

- **Adecuada cobertura sobre la deuda.** A la fecha del análisis la empresa proyectaba tener ingresos por concepto de alquiler por B/.2.79 millones, y al cierre del periodo, el resultado real fue por un monto de B/.2.78 millones, situándose levemente por debajo del proyectado en (-0.23%). Por su parte el EBITDA, se situó por encima al proyectado, principalmente por la disminución de sus gastos operacionales con respecto al monto proyectado, y, aunque en el periodo los costos financieros aumentaron, este se considera adecuado para cubrir con los

compromisos financieros que la entidad tiene, por lo que sus operaciones brindan una cobertura adecuada, cubriendo 1.3 veces los gastos financieros de la entidad, sin embargo, se debe considerar que cualquier variación significativa ante el EBITDA podría ajustar la cobertura..

- **Garantías y respaldo de los Bonos Inmobiliarios Garantizados.** Los Bonos Inmobiliarios Garantizados estarán garantizados por un Fideicomiso de Garantía administrado por MMG Bank Corp. al cual se cederán los cánones de arrendamiento, las dos fincas sobre las cuales se encuentra construido el proyecto y las mejoras. Los Bonos Inmobiliarios Garantizados Serie C y D contarán con las garantías prendarias sobre la totalidad de las acciones de Panamá Norte School. Los Bonos Inmobiliarios Garantizados Serie C y D, mantendrán en todo momento una razón de cobertura de los bienes inmuebles traspasados al Fideicomiso cuyo valor de avalúo sea igual o mayor a 130% sobre los valores garantizados emitidos y en circulación, y una cobertura de garantía mínima de 1.30 veces su valor, y a la fecha de análisis, esta garantía equivale a un valor de 1.4 veces, brindando un valor superior al requerido, con una cobertura adecuada.

- **Condiciones de los Bonos Subordinados.** Los Bonos Subordinados no cuentan con garantías explícitas y estarán respaldados por los recursos financieros generales del emisor, siendo esta su fuente de repago del capital e intereses. Además, para cada Serie de Bonos Subordinados, el pago de intereses se realizará siempre y cuando se cumplan con las siguientes condiciones: i) que las garantías de Bonos Inmobiliarios Garantizados estén vigentes; ii) que se esté cumpliendo con el pago de intereses y capital de los Bonos Inmobiliarios Garantizados; y iii) que no se haya declarado un evento de incumplimiento ni de vencimiento anticipado.

- **Leve desmejora en indicadores de liquidez:** A la fecha de análisis, los activos líquidos de Panamá Norte School, S.A. presentaron una reducción interanual principalmente por la disminución presentada en el efectivo derivado del pago de la amortización correspondiente del período junto con el pago de dividendos realizados. Asimismo, los pasivos corrientes mostraron un aumento interanual debido a la inserción de los bonos por pagar al costo amortizado como resultado de la amortización del período de la emisión correspondiente a la serie C; derivado de lo anterior, la entidad registró una disminución en sus niveles de liquidez corriente situándose en 0.1 veces reflejando niveles ajustados para poder hacer frente a sus obligaciones financieras, sin embargo, derivado de que el alquiler de propiedad es su principal actividad, la liquidez no es su enfoque principal, por lo tanto, al analizar el flujo de efectivo se observa que al final del período cumplen de manera adecuada con sus obligaciones financieras a corto plazo principalmente con el ingreso de efectivo de sus actividades de operación.

- **Adecuados niveles de solvencia.** Al periodo de análisis, se observó un fortalecimiento patrimonial derivado principalmente de la acumulación de las utilidades del período junto con el alza en sus ingresos como resultado del inicio de sus operaciones; asimismo, se observó una disminución en sus pasivos debido a los pagos periódicos de capital correspondientes, por consiguiente, el índice de endeudamiento patrimonial mostró una mejora en comparación al período anterior reflejando así niveles de endeudamiento adecuados, además se considera que con la continuidad de las operaciones se siga fortaleciendo el patrimonio para incrementar su soporte patrimonial. Adicional, se considera que cuentan con una cobertura adecuada para cumplir con sus gastos financieros con respecto a su EBITDA, pero, se resalta que cualquier variación en el EBITDA podría resultar en una cobertura ajustada.

Factores Clave

Factores que pudieran aumentar la calificación

- Aumento sostenido de flujos en ingresos por alquiler.
- Mejora constante en niveles de solvencia y cobertura de la deuda.
- Aumento sostenido de su rentabilidad.

Factores que pudieran disminuir la calificación

- Desmejora constante en la generación de ingresos por alquiler de propiedad.
- Disminución sostenida en sus indicadores de solvencia y cobertura de la deuda.
- Decremento sostenido en los indicadores de eficiencia.

Limitaciones Encontradas

- **Limitaciones encontradas:** No se encontró limitación alguna e la información remitida
- **Limitaciones potenciales (Riesgos Previsibles):** i) Para la fecha de análisis, la calificación se considera sujeta al riesgo expuesto por la coyuntura del país y al éxito de las medidas de administración aplicadas por la institución durante el período de incertidumbre financiera.

Metodología utilizada

La opinión contenida en el informe se ha basado en la aplicación de la Metodología de calificación de riesgo de bonos, bonos convertibles y de acciones de proyectos y de empresas que tengan menos de tres años de historia representativa (Panamá) con fecha 09 de noviembre de 2017.

Información utilizada para la calificación

- **Información financiera:** Estados financieros auditados del 31 de diciembre de 2018 al 31 de diciembre de 2022.
- **Emisión:** Prospecto Informativo de los Bonos Inmobiliarios Corporativos, Contrato de Fideicomiso, Contratos de Arrendamiento, Contrato de Avalúo, Fianzas personales y de construcción.
- **Proyecciones:** Proyecciones Financieras de 2022 a 2047 realizadas por MMG Corp.

Hechos de Importancia

- En junio 2022, se aprobó la resolución SMV-246-22 que indica la modificación de los términos y condiciones del Programa Rotativo de Bonos Inmobiliarios y Bonos Subordinados Acumulativos con fundamento en el Acuerdo No. 4-2003 del 11 de abril de 2003. En esta se modificó el término de garantías y bienes fiduciarios, se reemplazó la Tasa Libor como tasa de referencia y se modificaron las definiciones de los términos correspondientes.

Contexto Económico

Luego de los efectos causados por la pandemia COVID-19 las expectativas de crecimiento económico mundial para 2022 eran favorables, aunque se temía que hubiera presiones sobre los precios como un efecto en la economía por las restricciones en pandemia. Inicialmente fue considerado como algo transitorio, sin embargo, se mantuvieron en conjunto con el conflicto geopolítico entre Rusia y Ucrania, provocando así un nuevo aumento en los costos de los alimentos y energía. Aunado a lo anterior, hubo sanciones contra Rusia que provocaron un aumento en los precios de los productos básicos, desde el petróleo hasta el trigo. Los países en vías de desarrollo que dependen de las importaciones de alimentos y energía se vieron especialmente afectados.

Así mismo, el cambio en la política monetaria de Estados Unidos causó que la reserva federal (FED) tomara medidas para controlar la inflación, un efecto observado en la mayoría de los bancos centrales de la región latinoamericana y el caribe, lo que llevó a un aumento de las tasas de interés a un ritmo mayor al observado en la última década. De este modo, la reserva federal comenzó el año con tasas de interés de 0.25% y al cierre de 2022 estas se ubican en 4.5%, siendo esta, la tasa de interés más alta que ha visto desde 2008. Según el banco mundial, se esperan aumentos adicionales en las tasas de interés durante los primeros meses de 2023 y un ajuste en la inflación. Es importante destacar que estas variaciones pueden afectar el dinamismo en el sector financiero, considerando que durante el 2023 se prevé una recesión en la economía, lo cual pude afectar en la generación de empleos de la región.

Por su parte, para la región de América Latina y el Caribe, según estudios realizados por el fondo monetario internacional (FMI), se menciona como la evolución de la región y los efectos del conflicto geopolítico han afectado a la misma. La respuesta de los bancos centrales para contener la inflación fue rápida y ayudó a contener las presiones en los precios para finales de 2022, la cual aún permanece alta. Asimismo, se prevé que la actividad económica se desacelere en la región durante los primeros meses de 2023. Los bancos centrales estiman que los niveles de inflación estarán por encima de las metas ya establecidas y la perspectiva es una desaceleración en el crecimiento proyectando en 1.7% para la economía mundial, después de haber crecido más de un 4% en 2022. El aumento en las tasas de interés puede reducir las actividades de inversión y el desarrollo de empleo, generando un desempeño moderado en la economía.

Según el Banco Mundial, Panamá cuenta con retos importantes a nivel social puesto que tiene bajos niveles de escolaridad que pueden afectar su desarrollo, en cuando a un panorama económico, los ingresos fiscales continúan mejorando registrando al primer semestre del año un aumento del 7.8%, se prevé que en un mediano plazo el crecimiento el PIB (Producto Interno Bruto) panameño se estabilizara en torno al 5%, impulsado por la inversión y el consumo privado, mientras que la inversión y el consumo públicos deberían moderarse en un contexto de consolidación fiscal. Por otra parte, al cuarto trimestre de 2022, las actividades económicas que presentaron un mayor incremento fueron Actividades artísticas, de entretenimiento y recreativas (+47.4%), Hoteles y restaurantes (+36.2%), Construcción (+18.5%), Actividades profesionales, científicas y técnicas (+17.8%) y Comercio al por mayor y al por menor, reparación de vehículos de motor y motocicletas (+16.3%). Cabe destacar que los sectores hoteles, restaurantes y construcción fueron de los más afectados durante la pandemia, pero con la reactivación económica estos se han recuperado más que el resto y actualmente cuentan con un potencial muy alto para convertirse en pilares de la economía panameña.

La economía panameña al cierre de 2022 fue liderada por el buen desempeño que tuvieron los sectores de construcción, comercio y la industria manufacturera. Si bien la perspectiva que se tiene para 2023 es como un año cargado de retos debido al alza en la tasa de interés y la recesión económica, según proyecciones del FMI la inflación en panamá se situaría en 3% siendo una de las más bajas en la región, por lo que se espera que los efectos ya mencionados no afecten de una forma considerable al país.

Panorama Internacional

Según las Perspectivas económicas mundiales del Banco Mundial, en su edición más reciente a enero de 2023, se pronostica una desaceleración del crecimiento global desde el 3.0% proyectado hace 6 meses, hasta un 1.7%, producto de la elevada inflación, el aumento de las tasas de interés, la reducción en las inversiones y por las perturbaciones de la invasión de Rusia a Ucrania; mientras que para 2024 se prevé una ligera recuperación, alcanzando una tasa de crecimiento de 2.7%. En ese sentido, para 2023 se espera una desaceleración generalizada con correcciones de pronósticos a la baja en el 95% de las economías avanzadas y para aproximadamente el 70% de las economías emergentes y en desarrollo.

En 2022, la inflación presionó a la mayoría de las economías del mundo, donde la mediana de la inflación global superó el 9% en la segunda mitad del año, alcanzando su nivel más alto desde 1995. En las economías emergentes y en desarrollo (EMDEs), ésta alcanzó casi el 10%, el nivel más alto desde 2008; mientras que en las economías avanzadas un poco más del 9.0%, la más alta desde 1982; la alta inflación es producto de factores tanto de oferta como de demanda. Por parte de la demanda, se encuentran el crecimiento acelerado por el efecto rebote posterior a la crisis de 2020 por la pandemia, así como los impactos retardados de las políticas macroeconómicas aplicadas. Mientras que, por el lado de la oferta, la escasez de productos básicos profundizada por la invasión de Rusia a Ucrania contribuyó sustancialmente al incremento del precio de la energía y los alimentos. Adicionalmente, en algunos países, condiciones más estrictas y desajustes en los mercados laborales propiciaron un aumento de los salarios y costos de insumos de producción.

En ese sentido, se espera que para 2023 la inflación se modere, pero aún será un factor determinante que sumado a las demás condiciones adversas que enfrenta la economía global, provocarán una ralentización del crecimiento económico, donde las economías avanzadas podrían experimentar desaceleraciones de su crecimiento desde 2.5% en 2022 a 0.5% en 2023, lo que podría elevar las alertas, dado que estas magnitudes han sido la antesala de una recesión mundial en las dos últimas décadas, según datos del Banco Mundial. En Estados Unidos se espera que el crecimiento se reduzca en 1.9 p.p. hasta ubicarse en 0.5% en 2023, comparado con las proyecciones previas y alcanzando una de las peores tasas de crecimiento desde las recesiones oficiales en la década de 1970. Por su parte, se espera que la zona euro no registre avances y China prevé un crecimiento de 4.3%, 0.9 p.p. por debajo de los pronósticos anteriores.

Para la región de América Latina y el Caribe, se estimó un crecimiento económico de 3.6% para el 2022; sin embargo, para 2023 se pronostica una desaceleración marcada con un crecimiento económico de 1.3%, mientras que para 2024 se esperaría una ligera recuperación ubicándose en 2.4%. Se estima que las condiciones económicas globales, en conjunto con el lento crecimiento de las economías desarrolladas como Estados Unidos y China reduzcan las exportaciones a la vez que se sigan manteniendo las condiciones financieras restrictivas por el aumento de las tasas de interés de Estados Unidos. Adicionalmente, según el Banco Mundial, la inversión regional disminuirá debido al costo del financiamiento, escasa confianza empresarial e incertidumbre normativa. De igual forma, para Centroamérica se estima un crecimiento de 3.2% en 2023, afectado por el efecto de la desaceleración de la economía estadounidense sobre las exportaciones en la región y menor ingreso de remesas.

Adicionalmente, las condiciones de endeudamiento de muchas economías emergentes y en desarrollo ya se dirigían hacia un camino de vulnerabilidad y dadas las presiones económicas globales es probable que la sostenibilidad fiscal se erosione aún más debido a las perspectivas de crecimiento menores y al aumento de los costos de la deuda. El escenario de bajo crecimiento, sumado a las medidas de los gobiernos para proteger a las poblaciones más vulnerables por medio de subsidios y recortes a los impuestos de consumo han tensado aún más los presupuestos fiscales de muchos países que ya cuentan con elevados niveles de deuda pública, que les restringe aún más el acceso a los mercados financieros internacionales.

Contexto del Sector

La pandemia COVID-19 afectó a todas las actividades económicas a nivel global, siendo el sector de construcción e inmobiliario uno de los más perjudicados debido a que muchos proyectos se quedaron en pausa. Luego de la reactivación económica que hubo en 2021 gracias al levantamiento de medidas y el ágil esquema de vacunación en el país, los proyectos mostraron una recuperación en el sector la cual continuó durante todo 2021 y principios de 2022. Aunado a lo anterior, al tercer trimestre de 2022, según datos publicados por el Instituto Nacional de Estadística y Censo de Panamá (INEC), el sector de construcción se situó en B/.1,067 millones, mostrando así un incremento interanual de 17.6%, representando un 9.4% del total del producto interno bruto (PIB). El sector de construcción tiene un alto potencial para seguir creciendo y, asimismo, apoyar en la generación de empleos.

Para logar ese crecimiento buscado en el sector el presidente de la Cámara Panameña de Construcción (CAPAC) en la última conferencia CAPAC Expo Hábitat, celebrada a finales de septiembre 2022, señaló que para lograr ese objetivo se necesitan mayores niveles de inversión tanto pública, como privada.

Las actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler para el tercer trimestre del año registraron un incremento interanual de 5.3%. Al igual que el sector de construcción, este ha mostrado un buen dinamismo durante el año. Sin embargo, los precios de bienes raíces en Panamá, luego de la caída de precios en 2020, han presentado un incremento en la demanda lo que ha provocado una subida sostenida de precios, especialmente para los proyectos nuevos. Asimismo, el alza en la inflación juega un papel importante en esa subida de precios y la proyección para 2023 es un aumento general en los precios de bienes raíces en Panamá.

El mercado de bienes raíces de Panamá, está compuesto de tres sectores, los cuales están segregados dependiendo de la utilización final de los inmuebles:

- Residencial: El sector de bienes raíces residenciales se caracteriza principalmente por la venta y alquiler de casas y apartamentos.
- Comercial: El sector de bienes raíces comercial, está vinculado a la venta y alquiler de locales comerciales y de oficinas.

- Industrial: El sector de bienes raíces industrial, está compuesto principalmente de fábricas plantas productoras, procesadoras y galeras, entre otros.

El sector inmobiliario está directamente relacionado con el ciclo económico y está fuertemente influenciado por variables macroeconómicas, principalmente por el PIB, la generación de empleos en el país, el ingreso promedio de las familias, las tasas de interés de la política monetaria, el crecimiento poblacional, entre otras.

Aunado a lo anterior, el sector inmobiliario cierra el año con un buen dinamismo económico a raíz de la alta demanda que hubo. Pese al alza en la inflación, que como consecuencia trajo un incremento en cierta parte del sector inmobiliario, se espera que el sector continue recuperando en generación de ingresos por ventas y alquileres, a raíz de los precios accesibles de los apartamentos en la ciudad. En ese sentido, los inversionistas recomiendan invertir en bienes y raíces mientras sea en la ciudad de Panamá.

Análisis de la institución

Reseña

Panamá Norte School, S.A. es una sociedad anónima constituida con la ley General de Sociedades Anónimas de la República de Panamá el 4 de agosto de 2016. El objetivo principal de la sociedad es dedicarse a la inversión de todo tipo de valores, gestión y desarrollo de proyectos inmobiliarios. Este es un vehículo constituido en el 2016 para separar la actividad educativa del colegio The Metropolitan School of Panamá del nuevo campus escolar a construir. Es una sociedad constituida con el fin de financiar y construir el proyecto Panamá Norte School S.A., y subsecuentemente ser propietario del Proyecto y arrendar dichas instalaciones a The Metropolitan School of Panamá, S.A. Asimismo, no cuenta con operaciones importantes, ni personal, ni operaciones que puedan representar una fuente de pago adicional. El proyecto se encuentra ubicado dentro del PH Originario Green Valley, del proyecto Green Valley Panamá City.

En el año 2017 la operación del colegio fue vendida mediante el traspaso del 100% de las acciones de la sociedad The Metropolitan School S.A. a la empresa Nord Anglia Education Ltd (NAE). Los accionistas originales de The Metropolitan School S.A. mantuvieron la propiedad de la sociedad PNS que es la dueña de dos lotes identificados como 1) Q2 (finca No. 30167701 con 16,521m2 aproximadamente) y 2) el lote identificado como SIU2-2A (finca No. 30198890 con 40,898m2 aproximadamente), para un total de 5.7 hectáreas, en el desarrollo inmobiliario en Panamá Norte conocido como Green Valley. En dichos lotes se construye el nuevo campus del Metropolitan School of Panamá (MET), quien será el operador e inquilino de las instalaciones mediante contrato de arrendamiento a largo plazo (20 + 5 años) renovables con PNS.

Gobierno Corporativo[1]

PCR efectuó un análisis respecto a las prácticas de Gobierno Corporativo de Panamá Norte School, S.A. A la fecha de análisis, el capital social autorizado de Panamá Norte School, S.A. consta de trescientas (300) acciones comunes sin valor nominal.

PLANA ADMINISTRATIVA PRINCIPAL

Nombre	Cargo PNS	Cargo MET	Profesión
Jorge Conte	Director / Presidente	Socio Fundador	Ingeniería Industrial / M. en Administración de Empresas y Finanzas
Jaime Adames	Director / Vicepresidente	Fundador / Socio	Bioquímica y Microbiología/ M. en Administración de Negocios
Hugo Ramírez	Director / Tesorero	Socio Fundador	Administración con Finanzas y Comercio
Denise Eisenmann	Director / Secretaria	Fundador / Socio	Ciencias Computacionales y Administración de Empresas
Juan Manuel Ramírez	Director / Vocal	Socio Fundador	Administración con Finanzas y Contabilidad
Brooke Alfaro	Director / Vocal	Fundador / Socio	Arquitectura

Fuente: Panamá Norte School, S.A. / **Elaboración**: PCR

Dentro de la estructura interna de la compañía, la metodología de trabajo implica que, cada socio tiene un representante en la Junta Directiva, la cual consta de 6 miembros y se reúne una vez al mes y se someten a consideración las decisiones que deban ser tomadas para el desarrollo del proyecto. Las decisiones son aprobadas por mayoría (4 votos), aunque generalmente se logran por unanimidad. Cabe resaltar que el presidente de PNS está debidamente facultado por los demás accionistas para representar a la empresa ante terceros.

Grupo Económico

El 100% de las acciones de Panamá Norte School, S.A. son propiedad de Donvasa Holding Corp. y fueron adquiridas el 14 de febrero de 2017. Asimismo, según el Pacto Social de Panamá Norte School, tercera cláusula, no se podrá modificar dicho reglamento para permitir la emisión de acciones al portador.

PARTICIPACIÓN ACCIONARIA

Accionista	Participación
Donvasa Holding Corp.	100%

Fuente: Panamá Norte School, S.A. / **Elaboración:** PCR

Donvasa Holding Corp. es una sociedad anónima constituida de acuerdo con las leyes de la República de Panamá el 6 de enero de 2017 con el fin de realizar la compra de las acciones de Panamá Norte School, S.A. a Praderas del Lago, S.A. posterior a la emisión de las acciones en una segunda vuelta el 15 de diciembre de 2016. Asimismo, Panamá Norte School, no cuenta directamente con personal y las funciones administrativas son realizadas por ejecutivos de las empresas afiliadas como parte de Donvasa Holding Corp.

Responsabilidad Social Empresarial[2]
PCR efectuó un análisis respecto a las prácticas de Responsabilidad Empresarial de Panamá Norte School, S.A. Por el tipo de operaciones que realiza, la entidad no cuenta con la necesidad de identificar grupos de interés, sin embargo, durante la construcción del proyecto, buscaron tener contacto con la comunidad cercana al recinto para poder brindar un apoyo puntual a la misma. De igual forma, por el lado ambiental, el recinto fue construido de forma tal que se promoviera la eficiencia energética a través de este. Por el lado laboral, la empresa brinda beneficios tanto sociales como económicos adicionales a los de ley a sus colaboradores, y, aunque no cuenta con un código de ética, si busca promover internamente una cultura de ética, y cuentan con un acuerdo de los accionistas para dicho fin.

Operaciones y Estrategias

La actividad principal de Panamá Norte School es aquella de gestionar la construcción y administración de la nueva sede educativa de The Metropolitan School of Panamá, la cual será arrendataria del proyecto conforme al contrato de arrendamiento y que se dedica al negocio de la enseñanza privada. En junio de 2018, se contrató CPM Panamá, LLC. para proveer los servicios de supervisión de la construcción como representación al inversionista durante la construcción de la escuela en Green Valley, Ciudad de Panamá.

La misión de Panamá Norte School es: “Proveer instalaciones educativas de primer nivel con altos parámetros de calidad y protección del medio ambiente para el beneficio del aprendizaje integral de los estudiantes del Metropolitan School of Panamá.” Asimismo, su visión es: “Mantenernos a la vanguardia de las nuevas tendencias en infraestructura educativa con el fin de ofrecer siempre unas instalaciones de primer mundo a nuestro cliente.”

Metropolitan School of Panamá
Metropolitan School of Panamá (MET), es una escuela internacional en la Ciudad de Panamá que ofrece educación de nivel internacional a través de un programa de estudios desde los 3 años hasta el 12eavo grado de estudios secundarios. Con más de 1300 estudiantes, la escuela fue fundada en 2011 convirtiéndose, a la fecha, en una de las mejores instituciones estudiantiles. En septiembre de 2017, MET se unió a la organización internacional de escuelas Nord Anglia Education (NAE).

Nord Anglia Education (NAE) es una corporación multinacional financieramente sólida, con más de 70 Colegios a nivel mundial y una reputación destacada en el mundo educativo internacional, la cual fue adquirida en el año 2017 por el Canada Pension Plan Investment Board y el grupo de inversión Baring Private Equity Asia (BPEA) por un valor de USD 4.3 billones.

Posición competitiva
Panamá Norte School desarrolla el proyecto según especificaciones aprobadas por The Metropolitan School of Panamá, S.A. Los avances de obra son supervisados por la firma independiente CPM, así como por representantes de Nord Anglia Education. La posición competitiva de Panamá Norte School está garantizada por el contrato de arrendamiento futuro a largo plazo.

Análisis Financiero[3]

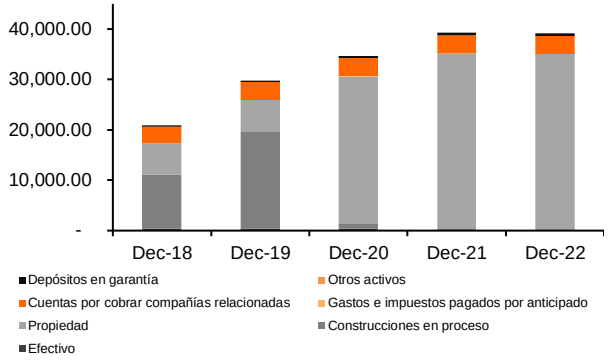
Activos

Para diciembre de 2022, los activos de Panamá Norte School, S.A. se componen en un 89.4% por su propiedad, correspondiente al proyecto inmobiliario de Metropolitan School of Panamá por B/. 35 millones, este fue finalizado y entregado en octubre de 2020 e inició operaciones con normalidad con modalidad 100% presencial en 2021.El resto de los activos está compuesto de cuentas por cobrar a compañías relacionadas por B/. 3.6 millones con un aumento de (+1.2%) respecto al periodo anterior, depósitos en garantía por B/. 506 miles con un aumento de (+2.4%) y el efectivo con B/. 69.4 miles y una significativa disminución de (-69.8%), esta disminución se debe principalmente al pago de la amortización correspondiente del periodo, así como al pago de dividendos realizado. Se puede observar en los activos una evolución esperada de acuer do con el giro de negocio donde para el período de análisis existe una concentración en la propiedad al ser este el rubro más representativo.

Panamá Norte School es dueña de dos globos de terreno con un área total de 57,419.37m^2 donde se desarrolla el proyecto, y el cual a la fecha de análisis posee un avalúo de B/. 35.0 millones con la construcción realizada. Las fincas No. 30198890 y 30167701 en propiedad de Panamá Norte School S.A., se encuentran como garantía del fideicomiso de MMG Bank Corporation con el objetivo de garantizar el préstamo otorgado bajo la modalidad de sindicado.

[2] Información obtenida en la encuesta ESG.
[3] El análisis financiero se basó en los Estados Financieros de Panamá Norte School, S.A. a diciembre de 2022.

COMPOSICIÓN DEL ACTIVO (MILLONES DE B/.)



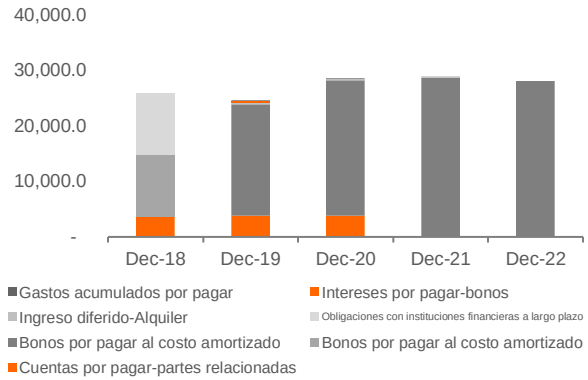
Fuente: PNS / **Elaboración:** PCR

Pasivos y Patrimonio

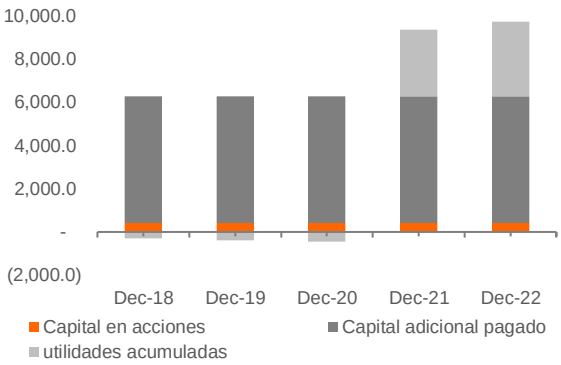
A diciembre de 2022, los pasivos de la compañía totalizaron B/. 29.6 millones, registrando una disminución interanual de B/. 451.9 miles (-1.5%), como resultado principalmente de la disminución presentada en los bonos por pagar a costo amortizado a largo plazo en B/. 552.9 (-1.9%), correspondiente a los pagos periódicos de capital de la serie C, aunado, al incremento en sus pasivos corrientes en B/. 100.9 miles (+12.3%) debido principalmente al aumento en la porción corriente de los bonos por pagar a costo amortizado en B/. 91.8 miles (+18.5%) como resultado del plan de amortizaciones según lo establecido en su prospecto de emisión, junto con el aumento presentado en las cuentas por pagar a comerciales por B/. 5.1 miles (+4.1 veces) y en los ingresos diferido – alquiler en B/. 6.9 miles (+3.0%).

Por su parte, el patrimonio de Panamá Norte School, S.A. se compuso de B/. 401.9 miles como capital en acciones de las cuales son 300 acciones comunes, autorizadas y en circulación, seguido de un capital adicional pagado de B/. 5.9 millones en constante desde el año 2018, el cual pertenece al capital invertido por la compañía accionista en la adquisición de Panama Norte School, S.A. Por su parte las utilidades acumuladas se encuentran en B/. 3.5 millones y presentaron un aumento de B/.355 miles (+11.6%) a consecuencia de un nuevo avalúo de la propiedad por el modelo de valor razonable para la propiedad de inversión adoptado en el último trimestre del 2021, así como por el aumento de sus ingresos por alquiler. Es importante mencionar que, la entidad ha mantenido un nivel de constante de pasivos en los últimos cinco años, mientras que, el patrimonio muestra un fortalecimiento gracias al aumento en las utilidades acumuladas del durante el periodo.

COMPOSICIÓN DEL PASIVO (MILLARES DE B/.)



COMPOSICIÓN DEL PATRIMONIO (MILLARES DE B/.)



Fuente: Panamá Norte School, S.A. / **Elaboración:** PCR

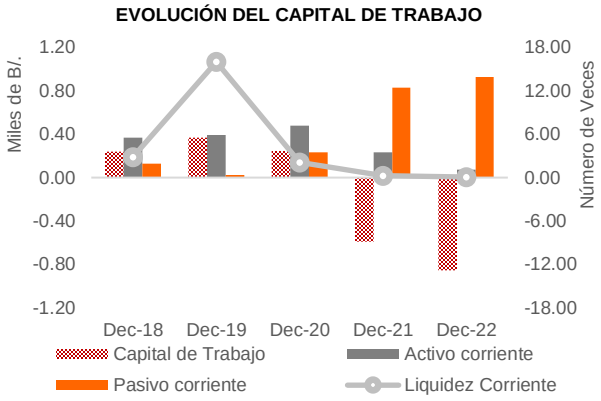
Liquidez y Flujo de Efectivo

Para la fecha de análisis, los activos corrientes ascendieron a B/. 70.4 miles, mostrando una reducción interanual de B/. 161.8 miles (-69.7%), donde estos representaron el 0.2% del total de los activos, y están estructurados por el efectivo (B/.69.4 miles) y los gastos e impuestos pagados por anticipado (B/. 980); la reducción de sus activos disponibles se debe principalmente al pago de la amortización correspondiente del período junto con el pago de dividendos realizados. Asimismo, en lo que respecta a los pasivos corrientes, estos se situaron en B/. 925.1 miles, presentando un aumento interanual de B/. 100.9 miles (+12.3%), producto principalmente por la inserción los bonos por pagar al costo amortizado por B/. 587.7 miles, como resultado de la amortización para el periodo de la emisión correspondiente a la serie C, la cual se amortiza progresivamente de forma anual hasta el vencimiento.

Derivado del decremento significativo presentado en los activos corrientes por la disminución del efectivo debido a el pago de la amortización como de la distribución de dividendos, se produjo un decremento en la liquidez corriente, pasando de 0.3 veces a 0.1 veces, lo cual, deja a la empresa en una situación ajustada para poder hacer frente a sus obligaciones en

el corto plazo con sus activos líquidos, sin embargo, se considera el giro de negocio del cliente, por lo que, la liquidez no es su enfoque principal. Es relevante mencionar que al analizar su flujo de efectivo se observa que al final del período cumplen de manera adecuada con sus obligaciones financieras a corto plazo principalmente con el ingreso de efectivo de sus actividades de operación.

A la fecha de análisis, los activos líquidos de Panamá Norte School, S.A. presentaron una reducción interanual principalmente por la disminución presentada en el efectivo derivado del pago de la amortización correspondiente del período junto con el pago de dividendos realizados. Asimismo, los pasivos corrientes mostraron un aumento interanual debido a la inserción de los bonos por pagar al costo amortizado como resultado de la amortización del período de la emisión correspondiente a la serie C; derivado de lo anterior, la entidad registró una disminución en sus niveles de liquidez corriente situándose en 0.1 veces reflejando niveles ajustados para poder hacer frente a sus obligaciones financieras, sin embargo, derivado de que el alquiler de propiedad es su principal actividad, la liquidez no es su enfoque principal por tanto, al analizar el flujo de efectivo se observa que al final del período cumplen de manera adecuada con sus obligaciones financieras a corto plazo principalmente con el ingreso de efectivo de sus actividades de operación.

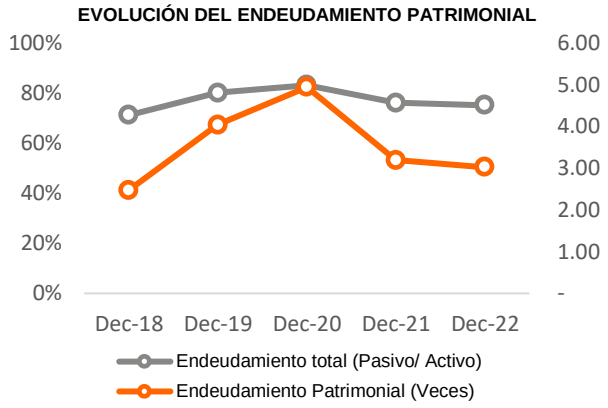


Fuente: Panamá Norte School, S.A. / **Elaboración**: PCR

Solvencia y Endeudamiento

A la fecha de análisis, el pasivo de Panamá Norte School, S.A. tuvo una disminución de B/.451.9 miles (-1.5%), debido a la disminución presentada en los bonos por pagar a costo amortizado por un monto de B/. 552.9 miles (-1.9%) como resultado de los pagos periódicos de capital de la serie C. Por otro lado, el patrimonio tuvo un aumento de B/.355.9 miles (+3.8%), resultado del aumento en las utilidades acumuladas. Como resultado, el ratio de pasivo sobre el activo presentó un valor de 75.2%, reduciendo respecto al año anterior que se ubicó en un 76.1%, producto de la disminución de los pasivos en mayor proporción a la leve disminución de los activos. Asimismo, el endeudamiento patrimonial se ubicó en 3 veces, menor al 3.2 presentado en el periodo anterior, principalmente por el aumento en mayor proporción del patrimonio a la disminución presentada en el pasivo, mostrando así, una mejora respecto al indicador y mitigando el riesgo de incumplimiento al tener una sólida capacidad de cumplir sus obligaciones financieras respecto a su soporte patrimonial. Cabe resaltar, que al analizar la cobertura del EBITDA sobre sus gastos financieros esta denotó un indicador de 1.3 veces, mostrando un leve aumento con respecto al período anterior que se situó en 1.2 veces; aunque se observó una leve mejora y este es mayor a 1, se considera que aunque la cobertura es adecuada, esta podría ser ajustada ante cualquier variación que impacte el EBITDA, para cumplir con el pago de sus obligaciones financieras, sin embargo, a la fecha de análisis no se tiene el riesgo de incumplimiento.

Al periodo de análisis, se observó un fortalecimiento patrimonial derivado principalmente de la acumulación de las utilidades del período junto con el alza en sus ingresos como resultado del inicio de sus operaciones; asimismo, se observó una disminución en sus pasivos debido a los pagos periódicos de capital correspondientes, por consiguiente, el índice de endeudamiento patrimonial mostró una mejora en comparación al período anterior reflejando así niveles de endeudamiento adecuados, además se considera que con la continuidad de las operaciones se siga fortaleciendo el patrimonio para incrementar su soporte patrimonial. Adicional, se considera que cuentan con una cobertura adecuada para cumplir con sus gastos financieros con respecto a su EBITDA, sin embargo, se considera que cualquier variación en el EBITDA podría resultar en una cobertura ajustada.

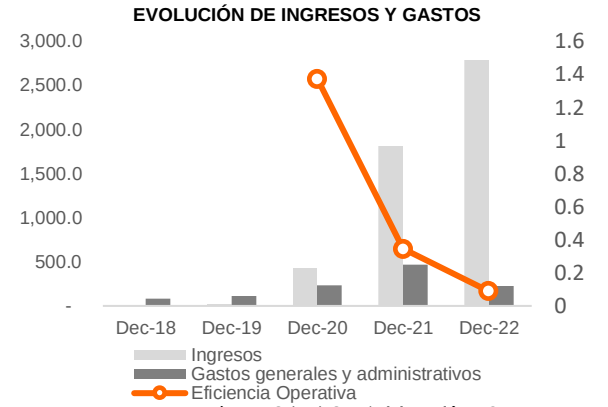


Fuente: Panamá Norte School, S.A. / **Elaboración**: PCR

Resultados Financieros

Para la fecha de análisis, la compañía recibió ingresos por alquileres totalizando B/.2.8 millones y reflejaron un aumento significativo de B/. 979 miles (+54%), los cuales son producto de las colegiaturas recibidas por parte de su arrendador Metropolitan School of Panamá, adicional se recibieron ingresos por intereses ganados en B/. 10 disminuyendo significativamente en un 99.8% respecto a su periodo inmediato anterior derivado proporcionalmente a la disminución del efectivo (diciembre 2021: B/. 5.9 miles).

Por su parte, los gastos generales y administrativos totalizaron en B/. 226.9 miles, por debajo de lo incurrido en 2021 (B/.464.8 miles), principalmente por la disminución significativa en el rubro de amortización gastos de emisión de bonos por B/.144.1 miles (-80.5%) y la disminución de gastos legales por B/. 51.7 miles (-99%). A pesar de esto, la utilidad neta reflejó una disminución de B/.2.9 millones (-84%), totalizando B/. 565.9 miles, este comportamiento es esperado ya que en el periodo anterior la utilidad neta reflejó un aumento relevante por la reclasificación contable en el valor razonable de la propiedad de inversión. Derivado de lo anterior, la entidad reflejó un indicador de eficiencia operativa de 8.9% mostrando una mejora con respecto al periodo anterior (diciembre 2021: 35%) y demostrando una mejora en la capacidad de optimizar sus gastos junto con la mejora en la generación de ingresos.



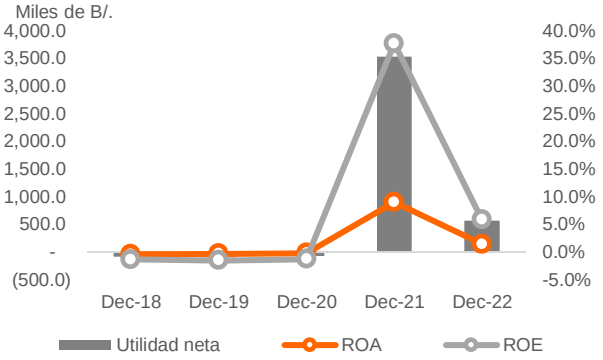
Fuente: Panamá Norte School, S.A. / **Elaboración**: PCR

Rentabilidad

A diciembre 2022, los ingresos por alquiler de Panamá Norte School, S.A. totalizaron B/. 2.8 millones, mientras que los gastos se situaron en B/.226.9 miles. Como resultado, el margen operativo presentó una mejora significativa en B/. 1.2 millones (+90.7%) por lo que totalizó B/.2.6 millones, esto como consecuencia de una mejora en sus ingresos junto con una mejora en la capacidad de optimizar sus gastos. A partir del resultado operativo, así como los cambios en el método contable, la empresa cerró el periodo con una utilidad neta de B/.3.5 millones, esto tras la continuidad del proyecto luego de la finalización de las obras y el inicio de las clases en modalidad presencial.

De esta manera, el indicador de rentabilidad sobre el patrimonio (ROE) se situó en 5.8% (diciembre 2021: 37.7%) demostrando una disminución con respecto al periodo anterior, de la misma forma, el indicador de rentabilidad sobre los activos (ROA) se posicionó en 1.4% (diciembre 2021: 9%), estas disminuciones se deben principalmente a que en el período anterior se tuvo un aumento considerable derivado de la reclasificación contable en el valor razonable de la propiedad de inversión lo que se reflejó como un aumento notable en la utilidad del período para el año 2021, sin embargo, al compararse con el margen presentado en períodos anteriores se muestran mayor a su niveles históricos denotando así una mejora en la capacidad de generar utilidades con respecto a sus activos y con respecto a su patrimonio.

INDICADORES DE RENTABILIDAD



Fuente: Panamá Norte School, S.A. / **Elaboración**: PCR

Instrumento calificado

Principales Términos y Condiciones de la Emisión

Características	
Emisor:	Panamá Norte School, S.A.
Instrumento:	Bonos Inmobiliarios Rotativos y Bonos Subordinados Acumulativos Rotativos
Moneda:	Dólares de Estados Unidos de América (US$)
Series:	En múltiples Series de Bonos Garantizados y Bonos Subordinados
Monto autorizado:	US$ 30,000,000.00
Forma y denominación de los bonos:	Emitidos en títulos nominativos, registrados y sin cupones en denominaciones de US$ 1,000 o sus múltiplos, emitidos en títulos nominativos.
Plazo de la emisión:	El Programa Rotativo de Bonos tendrá un plazo de vigencia que no excederá de diez (10) años.
Fecha de vencimiento:	A opción del Emisor, los Bonos Inmobiliarios y los Bonos Subordinados podrán ser emitidos con plazos de pago de capital de hasta diez (10) años a partir de la Fecha de Emisión Respectiva de cada serie. La fecha de vencimiento de los Bonos de cada Serie será comunicada mediante suplemento al Prospecto Informativo a más tardar tres (3) días hábiles antes de la fecha de oferta de cada Serie.
Tasa de interés:	La tasa de interés podrá ser fija o variable que será comunicada mediante suplemento al Prospecto Informativo con no menos de tres (3) días hábiles antes de la fecha de oferta y será la que resulte de sumar un margen, a ser establecido por el emisor, a la tasa de referencia Secured Overnight Financing Rate (SOFR).
Pago de intereses:	Los pagos de intereses bajo los Bonos se harán en el Día de Pago de Interés de cada Serie, y en caso de no ser este un Día Hábil, entonces el pago se hará el primer Día Hábil siguiente, hasta su respectiva Fecha de Vencimiento.
Condiciones para pago de intereses subordinados:	i) Que el emisor cumpla con el pago de intereses y capital de los Bonos Inmobiliarios emitidos y en circulación. ii) Que se hayan constituido y mantengan vigentes todas las garantías previstas de los Bonos Inmobiliarios. iii) Que no se haya declarado un Evento e Incumplimiento.
Periodo de Gracia:	Para cada una de las series de Bonos Garantizados, el emisor tendrá derecho a establecer un Periodo de Gracia para el pago de capital. Dicho Periodo de Gracia, si lo hubiere, será establecido y comunicado por el emisor a la SMV ya la BVP mediante suplemento al Prospecto Informativo con no menos de tres (3) días hábiles antes de la fecha de oferta respectiva.
Pago de capital:	El saldo insoluto a capital de los Bonos Inmobiliarios de cada serie se pagará en la forma y frecuencia que determine el Emisor, pudiendo ser pagado, a opción del Emisor, mediante un solo pago a capital en su respectiva Fecha de Vencimiento o mediante amortizaciones a capital pagaderas en el Día de Pago de Capital. El capital de los Bonos Subordinados se pagará mediante un solo pago en su respectiva Fecha de Vencimiento o mediante amortizaciones a capital.
Redención Anticipada:	Los Bonos podrán ser redimidos anticipadamente, total o parcialmente, a opción del Emisor, sin costo o penalidad alguna, a partir de la fecha que determine el Emisor para cada Serie, la cual será comunicada por el Emisor a la Superintendencia del Mercado de Valores de Panamá y a la Bolsa de Valores de Panamá, S.A., mediante un suplemento al Prospecto Informativo con no menos de tres (3) Días Hábiles antes de la Fecha de Oferta Respectiva. La fecha en la cual el Emisor realice una redención, parcial o total, de los Bonos de una Serie deberá ser un Día de Pago de Interés (cada una, una "Fecha de Redención Anticipada"). La redención anticipada de cualquier Serie de Bonos Subordinados estará condicionada a que se hayan redimido todas las Series de Bonos Inmobiliarios.
Fuente de pago:	El pago de las obligaciones derivadas de los Bonos provendrá de: i. flujo de cánones de arrendamiento bajo el contrato de arrendamiento suscrito entre el Emisor y The Metropolitan School of Panamá, S.A. ii. flujo generado por la venta de fincas; y iii. refinanciamiento.
Garantías:	El Emisor podrá, cuando lo estime conveniente, garantizar las obligaciones derivadas de una o más Series de Bonos Inmobiliarios a ser ofrecidos, mediante el contrato de fideicomiso de garantía celebrado con MMG Bank Corporation cuyos bienes fiduciarios están constituidos y consisten en: (i) una garantía hipotecaria sobre la finca 30198890, constituido por el fideicomitente y cualquier producto obtenido de su ejecución; (ii) garantía prendaria sobre el cien por ciento (100%) de las acciones del Emisor; (iii) cesión incondicional e irrevocable de los cánones y flujos derivados del Contrato de Arrendamiento, así como cesión condicionada del Contrato de Arrendamiento; y (iv) fianzas personales de los accionistas del Emisor hasta finalizar las obras de construcción.
Uso de los fondos:	Los fondos netos que se obtengan de la venta de los Bonos serán utilizados por el Emisor para financiar los costos que sean incurridos en el desarrollo de una sede educativa (centro educativo con nivel primaria y secundaria). Al tratarse de un programa rotativo, corresponderá a la administración del Emisor decidir sobre el uso de los fondos a través de la vigencia del programa rotativo, en atención a las necesidades financieras del Emisor, así como también en consideración a los cambios que pudieran darse en relación con las condiciones financieras de los mercados de capitales.
Estructurador y Agente de Pago:	MMG Bank Corporation
Casa de valores, puesto de bolsa y fiduciario:	MMG Bank Corporation
Fiduciario:	MMG Bank Corporation
Central de custodia:	Central Latinoamericana de Valores, S.A.

Fuente: Panamá Norte School, S.A. / **Elaboración**: PCR

Nombre de la serie	Monto emitido	Tasa de interés	Periodicidad de pago	Fecha de emisión	Vencimiento
Bonos Inmobiliarios rotativos serie C	11,670,880	5.5%	Trimestral	30/06/2021	30/06/2028
Bonos Inmobiliarios rotativos serie D	13,400,000	6%	Trimestral	30/06/2021	30/06/2028
Bonos Inmobiliarios rotativos serie E	3,800,000	12%	Trimestral	17/08/2021	21/05/2029
Total	28,870,880				

Fuente: Panamá Norte School, S.A. / **Elaboración**: PCR

Garantía y Respaldo
El Emisor podrá garantizar las obligaciones derivadas de una o más series de Bonos Inmobiliarios a ser ofrecidos, mediante el contrato de fideicomiso de garantía celebrado con MMG Bank Corporation, en calidad de fiduciario (el "Fiduciario"), cuyos bienes fiduciarios están constituidos y consisten en las siguientes descritas.

FIDEICOMISO DE GARANTÍA			
Garantía	**Monto (US$)**	**% Cobertura Emisión**	**Condición**
Fideicomiso del emisor que incluye: i) Garantía hipotecaria sobre la finca 30198890; inscrita al folio real No.30167701 en la Sección de Hipoteca al Registro Público de Panamá ii) Dinero en efectivo en la cuenta fiduciaria de concentración, proveniente de los ingresos por arrendamiento del colegio MET iii) Cetificado de Acciones endosado en favor del fideicomiso de garantía. iv) Endoso a favor del fideicomiso de la Póliza de incendio No. INCE-08300000027282 que cubre los bienes inmuebles cedidos al Fideicomiso.	B/. 41,236,955.41	164%	Mantener una cobertura mínima de los Bonos Garantizados Inmobiliarios de 130%

Fuente: Panamá Norte School, S.A. / **Elaboración**: PCR

La primera Serie de este Programa Rotativo estará garantizada con el Fideicomiso de Garantía y con los bienes fiduciarios; sin embargo, para cualesquiera otras Series que se emitan, el Emisor decidirá las garantías que amparan dicha Serie. El Fideicomiso de Garantía no se trata de un fideicomiso ómnibus ya que el mismo sólo se limita a garantizar el pago de aquellas Series de Bonos bajo la presente Emisión que el Emisor decida garantizar con el mismo. El Emisor comunicará mediante suplemento al Prospecto Informativo a la SMV y a la BVP, con no menos de tres (3) días hábiles antes de la Fecha de Oferta Respectiva de cada Serie si la misma estará garantizada con el Fideicomiso de Garantía o no.

Para respaldar las series C y D por un monto de B/. 25.1 millones, se ha otorgado el fideicomiso de garantía por un valor de B/. 41.2 millones. Derivado de lo anterior, Panamá Norte School, S.A. cuenta con una cobertura de emisión suficiente de 164% brindando un valor superior al requerido y demostrando tener una cobertura de riesgo suficiente.

Redención Anticipada
Los Bonos podrán ser redimidos, total o parcialmente, a opción del Emisor, a partir de la fecha que determine el Emisor mediante el respectivo Suplemento al Prospecto Informativo de cada Serie con no menos de diez ni más de treinta días calendario a la fecha de redención anticipada, y en base a los términos de los Bonos de cada Serie, en cualquier Día de Pago de Interés, sin lugar a incurrir en un procedimiento de modificación de términos y condiciones de los Bonos, costo o penalidad alguna. La porción redimida del saldo de los Bonos dejará de devengar intereses a partir de la fecha de redención anticipada, siempre y cuando el Emisor aporte e instruya al Agente a pagar las sumas de dinero necesarias para cubrir la totalidad de los pagos para la redención anticipada. Los Bonos serán redimidos al 100% de su valor nominal.

Condiciones para el pago de intereses subordinados
El capital de los Bonos Subordinados se pagará mediante un solo pago en su respectiva Fecha de Vencimiento o mediante amortizaciones a capital (en cuyo caso se incluirá una tabla de amortización y los Días de Pago de Capital) siempre y cuando el Emisor esté cumpliendo con los pagos a capital de los Bonos Inmobiliarios emitidos y en circulación. El Emisor establecerá y comunicará a la Superintendencia del Mercado de Valores y a la Bolsa de Valores de Panamá, S.A., mediante un suplemento al Prospecto Informativo con no menos de tres (3) Días Hábiles antes de la Fecha de Oferta Respectiva, la forma de pago del capital de los Bonos Subordinados.

Uso de los Fondos
Los fondos obtenidos de la venta de los Bonos serán utilizados por Panamá Norte School, S.A. para el repago del préstamo sindicado con MMG Bank Corporation de hasta US$ 22,150,000.00 y en segunda instancia, para financiar la construcción y desarrollo del proyecto.

Por tratarse de un programa rotativo, corresponderá a la administración del Emisor decidir sobre el uso de los fondos a través de la vigencia del programa rotativo, en atención a las necesidades financieras del Emisor, así como también en consideración a los cambios que pudieran darse en relación con las condiciones financieras de los mercados de capitales.

Fuente de repago
El repago del capital e intereses de los Bonos provendrá de los recursos financieros generales del Emisor y de los flujos provenientes del canon de arrendamiento pagado por The Metropolitan School of Panamá, S.A., como arrendatario bajo el Contrato de Arrendamiento suscrito. No se constituirá un fondo de redención.

Proyecciones Financieras

Panamá Norte School realizó proyecciones para un periodo de 29 años que incluyen los 25 años del contrato de arrendamiento de Metropolitan School of Panamá (MET), además, de los años consolidados para la construcción de las instalaciones. Se estima que el 100% de los ingresos se deriven del alquiler de las instalaciones de MET a partir del 2020 hasta el 2047, con un aumento anual esperado del 3% sobre los ingresos. Para la fecha de análisis, el total de ingresos alcanzó un monto de B/. 2.78 millones, comparado con las proyecciones estimadas a este período (B/. 2.79 millones) los ingresos reales presentan poca variación y se sitúan levemente por encima del monto proyectado (+0.2%).

Por su parte, con respecto a los gastos que incurre la empresa, estos están conformados únicamente por gastos operacionales, a través de honorarios profesionales, impuestos de inmuebles, gastos legales, etc., los cuales representan el 100% del total de los egresos. Los gastos administrativos presentados al cierre de 2022 totalizaron B/. 226.9 miles y situándose un 27% por debajo a lo proyectado (B/. 310 miles).

A lo largo de las proyecciones se presenta un flujo operativo positivo, los cuales se derivan en su mayoría de los ingresos provenientes del arrendamiento de la edificación por parte de MET. El capital de los bonos que financian interinamente la construcción será repagado con el producto de la colocación de bonos hipotecarios de largo plazo que amortizarán el capital en un período aproximado de 25 años.

	2022r	2022 P	2023 P	2024 P	2025 P	2026 P	2027 P
Ingresos por Alquiler	**2,787**	**2,793**	**3,077**	**3,163**	**3,252**	**3,344**	**3,438**
Total Ingresos Alquiler	2,787	2,793	3,077	3,163	3,252	3,344	3,438
Gastos Operacionales	**227**	**310**	**341**	**365**	**389**	**455**	**480**
Flujo de caja operativo	**2,560**	**2,483**	**2,736**	**2,799**	**2,863**	**2,889**	**2,958**
Caja Inicial	**230**	**375**	**1,283**	**2,444**	**3,668**	**4,956**	**6,270**
Financiamiento Recibido	-	-	-	-	-	-	-
Gastos financieros	1,994	1,575	1,575	1,575	1,575	1,575	1,575
Amortización de la deuda	461	-	-	-	-	-	-
Flujo de caja	**105**	**908**	**1,161**	**1,224**	**1,288**	**1,314**	**1,383**
Flujo de caja acumulado	**335**	**1,283**	**2,444**	**3,668**	**4,956**	**6,270**	**7,654**

Fuente: Panamá Norte School, S.A. / **Elaboración**: PCR

Al cierre del año 2022, la cobertura proyectada sobre gastos financieros se coloca en 1.6 veces con un valor de EBITDA consolidado de B/.2.5 millones, mostrando adecuados niveles de cobertura sobre la capacidad de la empresa para cumplir con sus obligaciones financieras en el largo plazo. Por su parte, el promedio de cobertura sobre gastos financieros es de 1.8 veces, siendo mayor a 1 en todos los años, lo que indica que la empresa tiene la capacidad adecuada de cumplir con el pago de intereses sobre la deuda. Los resultados proyectados indican que la empresa cuenta con la cobertura apropiada para cubrir con el pago de los intereses de los bonos emitidos durante los siguientes seis años. Así mismo, se proyecta un EBITDA mayor a US$ 2 millones durante los próximos cinco años mostrando que la empresa genera los suficientes ingres os para cubrir y cumplir con todas sus obligaciones financieras.

Al comparar las proyecciones para el año 2022, estas indicaban un EBITDA de B/.2.5 millones, con una cobertura sobre los gastos financieros de 1.6 veces, mientras que, al compararlo con las cifras reales del periodo, estas fueron de B/.2.6 millones situándose un 3% por encima de lo proyectado, asimismo, los gastos financieros se mostraron por significativamente por encima en un (+26.6%), por consiguiente, la cobertura se situó en 1.3 veces sobre los gastos financieros, lo cual cubre al menos el 100%. Sin embargo, cualquier variación significativa que afecte al EBITDA podría impactar y ajustar la capacidad de cobertura, por lo tanto, se considera que cuenta con una capacidad ajustada de cumplir con sus obligaciones financieras, asimismo, es importante destacar que la cobertura es menor a la proyección inicial de la entidad, que era de 1.7 veces.

A partir de las proyecciones realizadas, la cobertura de los gastos financieros ante el flujo de caja operativo se muestra positiva a lo largo de los años proyectados. Adicionalmente, se espera una cobertura de los flujos futuros operativos ante gastos financieros con un promedio de 1.8 veces. Como parte del análisis, se comparó los flujos proyectados por la entidad a 2022 contra los reales, y, a pesar de que el flujo real y los gastos financieros se mostraron por encima de lo proyectado, este fue suficiente para cubrir en 1.3 veces las obligaciones financieras de la entidad, lo cual indica que la cobertura de los gastos financieros se encuentra en niveles adecuados; ahora, si bien cubre y es positivo, se debe considerar que cualquier variación significativa ante el EBITDA podría ajustar la cobertura.

	2022 R	2022 P	2023 P	2024 P	2025 P	2026 P	2027 P
EBITDA	2,560	2,483	2,736	2,799	2,863	2,889	2,958
Gastos financieros	1,994	1,575	1,575	1,575	1,575	1,575	1,575
Amortización de la deuda	461	-	-	-	-	-	-
EBITDA / Gastos financieros	1.3	1.6	1.7	1.8	1.8	1.8	1.9
EBITDA / Servicio de deuda	1.0	1.6	1.7	1.8	1.8	1.8	1.9

Fuente: Panamá Norte School, S.A. / **Elaboración**: PCR

Análisis de sensibilidad con flujos proyectados

Escenario: Decremento en el total de ingresos por alquileres y aumento en los gastos de interés y operacionales. A raíz de las contracciones en la economía panameña, las proyecciones muestran una recuperación a partir del año 2021 con un crecimiento anual en ingresos del 3%. Dadas las circunstancias anteriores, se realizó un análisis de sensibilidad reduciendo los ingresos en un 25% desde el año 2023 hasta el 2027 y aumentando los gastos en un promedio de 50%

PCR para el siguiente escenario, realizó un análisis de sensibilidad de múltiples variables, donde se contempla una reducción en la totalidad de los ingresos de la empresa en un promedio de (-25%) y un aumento del 50% en los gastos a lo largo de la emisión, para que la cobertura del EBITDA sobre los gastos financieros esté ajustada a 1. Se realiza este escenario donde se contempla que no se logren alcanzar los ingresos esperados y afectes por lo tanto a el flujo de caja operativo de la entidad.

Al realizar esta reducción de un 25% en promedio los ingresos, los ingresos totales se reducen en un promedio de B/. 698.3 miles y se promedian un total de ingresos de B/. 2.4 millones a lo largo de la proyección, se observa que al realizar esto, aunado al aumento promedio de los gastos en B/. 155 miles se mantiene un EBITDA promedio positivo de B/. 1.8 millones a lo largo de la emisión y se obtienen resultados positivos en el flujo de caja acumulado en los años proyectados.

Por su parte las coberturas promedio de los gastos financieros sobre el EBITDA es de 1.2 veces a lo largo de la emisión, donde los gastos sufren el mayor aumento en la sensibilidad realizada, por lo cual, la compañía cuenta con la capacidad de cumplir con sus obligaciones.

Según el análisis de sensibilidad, considerando la reducción de los ingresos y el aumento de los gastos, la entidad se muestra poco sensible ante movimientos adversos por lo que se presenta un escenario poco probable; aun así, se observa una cobertura del flujo de caja sobre gastos financieros positivo, por lo que aún si se sufre una reducción considerable en los ingresos junto con una fuerte alza en los gastos, la entidad contaría con la capacidad adecuada de cubrir el 100% con los gastos financieros durante el periodo.

	2022 P	2023 P	2024 P	2025 P	2026 P	2027 P
EBITDA	1,630	1,796	1,825	1,856	1,826	1,859
Gastos financieros	1,575	1,575	1,575	1,575	1,575	1,575
EBITDA / Gastos financieros	1.0	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2
Flujo de caja acumulado / Gastos financieros	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2

Fuente: Panamá Norte School, S.A. / **Elaboración:** PCR

Anexos

BALANCE GENERAL

Balance General Panama Norte School (Miles de B/.)	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22
Activo					
Activo corriente	**365.56**	**392.86**	**476.88**	**232.18**	**70.39**
Efectivo	360.75	388.05	429.97	229.57	69.41
Gastos e impuestos pagados por anticipado	4.82	4.82	46.91	2.61	0.98
Activo no corriente	**20,490.49**	**29,401.78**	**34,212.79**	**39,048.95**	**39,114.73**
Cuentas por cobrar compañías relacionadas	3,282.57	3,535.57	3,539.31	3,545.04	3,588.74
Propiedad	6,291.48	6,291.48	29,223.45	35,000.00	35,019.98
Construcciones en proceso	10,696.66	19,235.90	962.02	8.50	-
Otros activos	15.52	11.36	30.59	1.10	-
Depósitos en garantía	204.26	327.48	457.42	494.31	506.01
Activos Totales	**20,856.05**	**29,794.64**	**34,689.68**	**39,281.13**	**39,185.12**
Pasivo					
Pasivo corriente	**127.59**	**24.62**	**230.05**	**824.14**	**925.14**
Ingreso diferido-Alquiler	-	-	214.34	231.12	238.05
Gastos acumulados por pagar	-	-	0.74	0.91	-
Intereses por pagar-bonos	-	-	-	94.87	92.99
Bonos por pagar al costo amortizado	-	-	-	496.00	587.76
Cuentas por pagar comerciales	127.59	24.62	14.97	1.25	6.33
Pasivo no corriente	**14,724.53**	**23,858.03**	**28,624.53**	**29,087.21**	**28,534.33**
Cuentas por pagar-partes relacionadas	3,548.40	3,798.40	3,798.40	-	-
Bonos por pagar al costo amortizado	-	20,059.63	24,393.74	28,642.83	28,089.95
Intereses por pagar-bonos	-	-	432.40	-	-
Impuesto sobre la renta diferido	-	-	-	444.38	444.38
Obligaciones con instituciones financieras a largo plazo	11,176.13	-	-	-	-
Pasivos Totales	**14,852.12**	**23,882.64**	**28,854.59**	**29,911.35**	**29,459.47**
Patrimonio					
Capital en acciones	401.91	401.91	401.91	401.91	401.91
Capital adicional pagado	5,889.57	5,889.57	5,889.57	5,889.57	5,889.57
utilidades acumuladas	(287.26)	(379.19)	(455.72)	3,079.36	3,435.35
Impuesto complementario	(0.29)	(0.29)	(0.67)	(1.07)	(1.19)
Total Patrimonio	**6,003.93**	**5,912.00**	**5,835.09**	**9,369.77**	**9,725.65**

Fuente: Panamá Norte School, S.A. / **Elaboración**: PCR

ESTADO DE RESULTADOS

Estado de Ganancias y Pérdidas (miles de B/.)	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22
Ingresos	**-**	**-**	**407.5**	**1,807.7**	**2,787.3**
Total Ingresos	-	-	407.5	1,807.7	2,787.3
Gastos generales y administrativos	**81.7**	**110.6**	**235.9**	**464.8**	**226.9**
Honorarios profesionales	29.2	3.5	10.2	68.7	57.2
Dietas	-	66.8	108.8	80.3	33.8
Impuestos	18.3	3.5	3.5	3.7	2.5
Gastos de personal	-	-	2.9	17.3	5.2
Servicios administrativos	17.0	18.0	18.0	18.0	18.0
Amortización gastos emisión de bonos	-	-	84.8	179.0	34.9
Reparaciones y mantenimiento	-	-	-	36.2	65.6
Cargos bancarios	6.4	0.4	1.9	6.0	0.4
Gastos legales	0.1	0.1	0.1	51.7	0.1
Papelería y útiles de oficina	0.03	0.4	-	0.1	0.03
Limpieza y aseo	-	-	2.9	0.5	-
Seguros	-	-	-	0.5	4.0
Otros	10.7	17.9	2.8	2.9	5.4
Utilidad operativa	**(81.7)**	**(110.6)**	**171.6**	**1,342.9**	**2,560.5**
Gastos financieros	**-**	**-**	**268.2**	**1,813.2**	**1,994.5**
Otros ingresos (egresos)	-	-	-	4,443.8	-
Intereses ganados	0.01	18.6	20.0	6.0	0.01
Utilidad antes de ISR	**(81.7)**	**(91.9)**	**(76.5)**	**3,979.5**	**566.0**
Impuesto sobre la renta	-	-	-	444.4	-
Utilidad neta	**(81.7)**	**(91.9)**	**(76.5)**	**3,535.1**	**566.0**

Fuente: Panamá Norte School, S.A. / **Elaboración**: PCR

Indicadores Financieros

Indicadores	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22
Rentabilidad					
ROA	N/A	N/A	N/A	9.0%	1.4%
ROE	N/A	N/A	N/A	37.7%	5.8%
Eficiencia Operativa	-	-	137.4%	34.6%	8.9%
Margen Operativo	-	-	42.1%	74.3%	91.9%
Liquidez					
Capital de Trabajo	237.97	368.25	246.83	-591.96	-854.75
Razón Circulante	2.87	15.96	2.07	0.28	0.08
Solvencia y endeudamiento					
Endeudamiento Patrimonial (Veces)	2.47	4.04	4.95	3.19	3.03
Endeudamiento total (Pasivo/ Activo)	71%	80%	83%	76%	75%
Patrimonio/Activo	28.8%	19.8%	16.8%	23.9%	24.8%
Patrimonio/Pasivo	40.4%	24.8%	20.2%	31.3%	33.0%

Fuente: Panamá Norte School, S.A. / **Elaboración**: PCR

Nota sobre información empleada para el análisis

La información empleada en la presente calificación proviene de fuentes oficiales, sin embargo, no garantizamos la confiabilidad e integridad de esta, por lo que no nos hacemos responsables por algún error u omisión por el uso de dicha información. El informe se trabajó con el Prospecto Informativo y el Contrato de Fideicomiso en versión preliminar.