

D-FOUR, S.A.

OFICINA, TORRE BAC, PISO 21, AVENIDA BALBOA
CIUDAD DE PANAMÁ, PANAMÁ
TEL: 201-2991

**D-FOUR, S.A.
CORRECCION**

COMUNICADO DE HECHO DE IMPORTANCIA

Asunto: Ratificación de Calificación de Riesgos

Estimados Señores:

En cumplimiento con lo establecido en el Artículo 4 de Acuerdo No. 3-2008, Texto Único del 31 de marzo 2008, modificado por el acuerdo No,2-2012 del 28 de noviembre de 2012, por medio de la presente hacemos de su conocimiento que la **CALIFICADORA DE RIESGO EB RATINGS** ha ratificado la **calificación BBB-(pa)** de acuerdo a los Informes Financieros emitidos por el periodo terminado el 31 de Diciembre del 2024.

Se adjunta el informe emitido por **EB RATINGS**.

Sin otro particular



Mordechai Israel
Representante Legal
Panama, 1 de septiembre del 2025

Ciudad de Panamá, 13 de agosto de 2025

Señor:
Mordechai Israel
Presidente
D-Four, S.A.

Estimado señor Israel,

Por medio de la presente comunicación hacemos de su conocimiento que la calificadora de riesgo EB RATINGS, ha ratificado la siguiente calificación:

Emisor	Instrumento	Calificación(*)	Significado de la Calificación	Perspectiva (**)
D-Four, S.A.	Serie C del Programa Rotativo de Bonos Corporativos por hasta US\$ 10,000,000	BBB- (pa)	“Posee una moderada capacidad de pago para cumplir con sus obligaciones financieras”	Estable

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

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

Cordialmente,



Ernesto Bazán
Presidente

Emisor:

D-Four, S.A.

Fecha de Comité: 28 de julio de 2025

Instrumento: Serie C 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 22 de marzo de 2021 (calificación inicial)

Sin variación desde su otorgamiento inicial

Analista: Ernesto Bazán

ernesto@ernestobazan.com

Aspectos favorables en la evaluación

- Trayectoria de negocios de la empresa originadora de flujos (Inversiones Pocahontas, S.A.) con marca reconocida (Oca Loca) y posicionada en su segmento de negocio y los productos que ofrece.
- Suficiencia, aunque moderada, para el pago de servicio de deuda.
- Fideicomiso de garantía y administración (flujos e hipotecas) con buena calidad de garantías inmobiliarias (cobertura inicial 2.5x creciente, debido a vencimientos parciales y amortizaciones voluntarias).

Aspectos desfavorables en la evaluación

- Riesgo de refinanciamiento (por aproximadamente el 64.8% del monto original de la emisión en el momento del vencimiento).
- Deterioro en el sector consumo minorista por desempleo creciente, con nivel actual (9.5%) superior al que existía antes de la pandemia en el 2020 (7.1%).
- Deuda estructural del grupo empresarial con elevado periodo de repago (muy largo plazo), considerando la generación de caja del negocio principal.

Descripción de la estructura

D-Four, S.A. es el emisor de un Programa Rotativo de Bonos Corporativos. El 29 de marzo del 2021 emitió las series C y D a un plazo de 7 años para cancelar emisiones previas (series A y B), por US\$ 10,000,000 y US\$ 5,431,000, respectivamente.

La serie C tiene pago del principal al vencimiento (modalidad “bullet”) el 29 de marzo de 2028, con intereses al 5.5% anual fijo. Por su parte, la serie D fue amortizada completamente de manera anticipada el 10 de febrero de 2025 (inicialmente contemplaba dos años de gracia, luego amortizaciones trimestrales por el 3.25% del principal y pago del 41.5% del principal en el momento del

vencimiento). Esta serie contemplaba una tasa de 5.5% anual fija para los dos primeros años, 5.75% anual fijo para el tercer año y a partir del cuarto año, SOFR a plazo + 3.75% anual (con un mínimo de 5.75% anual).

Como colateral de las emisiones se ha constituido un fideicomiso de administración y garantía que tiene los derechos sobre la hipoteca de dos inmuebles (locales en Albrook Mall y Mega Mall) y los flujos que se devenguen por alquiler a la sociedad operativa de la estructura (Inversiones Pocahontas, S.A.).

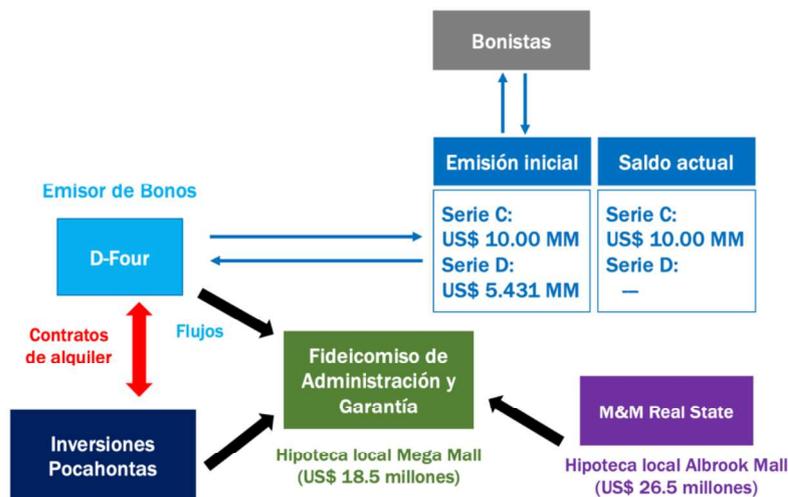
Participantes de la estructura

- 1) **Sociedad Operativa u Originador (Inversiones Pocahontas, S.A.)**.- Bajo la marca Oca Loca, es el conjunto de Tiendas por Departamentos (Almacén) con más de 20 años de experiencia en venta de mercancía seca en general (tales como ropas, calzados, cosméticos, artículos para el hogar, muebles, juguetes, electrodomésticos, accesorios de vestir y perfumes). Durante el periodo previo a la pandemia (2017-2019) obtuvo ingresos anuales promedio por US\$ 20.7 millones. En el año 2020, las ventas anuales se redujeron 54.3%, pero se recuperaron en los cuatro años siguientes, en que crecieron 34.7%, 19.3%, 14.9% y 19.4%, respectivamente. El Almacén está dirigido a segmentos socioeconómicos de estrato medio e inferiores, con tres locales funcionado en Panamá: Albrook Mall, Mega Mall y Los Pueblos. Su accionista controlador es el señor Mordechai Israel, nacido en Israel y nacionalizado panameño, con más de 35 años de experiencia en el sector comercio minorista, operaciones en la Zona Libre y algunas inversiones inmobiliarias que complementan su actividad comercial. Es socio ancla y una de los principales socios de Promotores del Este, S.A. (empresa propietaria de Mega Mall).
- 2) **Garante Inmobiliario (M&M Real State, S.A.)**: Sociedad de naturaleza inmobiliaria que forma parte del mismo Grupo (Inversiones Pocahontas). Es subsidiaria al 100% de D-Four y propietaria del local (5,898 m²) en Albrook Mall (considerado el más grande de Latinoamérica, con 700 tiendas), que tiene un valor de mercado de US\$ 26.5 millones. Ha otorgado garantía hipotecaria del inmueble al fideicomiso en garantía.
- 3) **Emisor (D-Four, S.A.)**: Sociedad que forma parte del mismo Grupo (Inversiones Pocahontas) y que funciona como vehículo para el financiamiento a través de bonos. Tiene como función principal ser el arrendador de los inmuebles a Inversiones Pocahontas. Ha cedido los flujos futuros de alquileres al fideicomiso de garantía. Al 31 de diciembre de 2024, el emisor reflejó en sus estados financieros auditados, activos totales por US\$ 8.61 millones, patrimonio neto negativo por US\$ 2.15 millones, pérdida del ejercicio por US\$ 0.63 miles. Es propietaria de un local (11,317 m²) en Mega Mall, con valor de mercado de US\$18.5 millones. Ha otorgado garantía hipotecaria del inmueble al fideicomiso en garantía.
- 4) **Fideicomiso Irrevocable de Administración y Garantía**: Constituido a favor de los bonistas. Está conformado por la cesión (irrevocable e incondicional) de flujos futuros de alquileres que recibe D-Four y que funciona para servir la deuda y gastos relacionados. También lo conforman las hipotecas de los inmuebles en Mega Mall y Albrook Mall, cedidas por D-Four (US\$ 18.5 millones) y M&M Real State (US\$ 26.5 millones), respectivamente. Adicionalmente, se han incorporado al Fideicomiso la cesión de las pólizas de seguros de mejoras sobre inmuebles otorgados en garantía, cuenta de reserva de dos servicios de deuda (como mínimo) y fianza solidaria del accionista Mordechai Israel.
- 5) **Fiduciario (Global Financial Funds Corporation)**: Es una entidad dedicada a brindar servicios fiduciarios, regulada por la Superintendencia de Bancos de Panamá. Es subsidiaria de Global Bank Corporation. Administra los flujos del fideicomiso y los direcciona a favor de los bonistas y los gastos de la estructura, de acuerdo con lo establecido en el prospecto de emisión.



- 6) **Bonistas:** Originalmente, conformados por Global Bank Corporation, (suscriptor original del 100% de la serie C y el 63.2% de la serie D), mientras que el 36.8% de la serie D lo suscribió originalmente Banco Aliado. Ambos son bancos panameños de licencia general. Global Bank Corporation posee calificación en escala local AA (pan) y Banco Aliado, A+ (pan).

A través de la estructura, el Originador está comprometido con el Emisor a pagarle por los alquileres de los inmuebles en Albrook Mall y Mega Mall donde opera su Almacén. A su vez, el Emisor ha cedido dichos derechos de cobro al Fideicomiso de Administración y Garantía para que éste pueda servir la deuda con los bonistas. Adicionalmente, los propietarios de los locales en Albrook Mall (M&M Real State) y Mega Mall (D-Four) han otorgado en garantía al Fideicomiso la hipoteca sobre dichos inmuebles.



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 1.25x entre el valor de los inmuebles en garantía versus el saldo insoluto de capital de la deuda. A junio 2025, dicho ratio fue 4.50x.
- 2) Cobertura de flujos proveniente de los cánones de arrendamiento mayor a 1.1x el servicio de deuda a partir del tercer año, en que inician amortizaciones.
- 3) En caso de emitir bonos subordinados, ellos solamente podrán estar garantizados con el crédito general del emisor, y no podrán recibir pago de intereses hasta que se pague el capital e intereses de los bonos no subordinados. El capital de los bonos subordinados no podrá ser repagado hasta que no se pague el íntegro del capital de los bonos no subordinados.

Evaluación

La fuente primaria que paga el servicio de deuda de los bonos es el monto de alquileres que paga Inversiones Pocahontas a D-Four. Entre ambas empresas existen contratos de alquiler que generan la obligación de pago suficiente para cubrir el servicio de deuda. Sin embargo, para evaluar la holgura en la capacidad de pago de las obligaciones derivadas de los bonos, es relevante considerar el flujo que origina dichos alquileres, es decir, el del negocio operativo (Almacenes Oca Loca).

Luego de la amortización anticipada del íntegro de la serie D, efectivizada el 10 de febrero de 2025, las coberturas del servicio de deuda han mejorado, no solamente por el menor nivel de deuda, sino por los crecientes ingresos operativos de la sociedad originadora, que a su vez mejora los ingresos potenciales



de la sociedad emisora. No obstante, aún se mantiene el riesgo de refinanciamiento del programa, aunque en menor medida ya que el saldo insoluto de bonos emitidos se ha reducido al 64.8% del monto de la emisión original.

Desde el inicio de la emisión, el flujo de caja proyectado de la sociedad operativa (originadora) como ingreso potencial resultó superavitario (aunque moderado) para el periodo de la emisión (2021-2028). Aunque en el 2024 la cobertura se vió afectada por el inicio de amortizaciones parciales de la serie D y por amortizaciones voluntarias por parte del emisor. Sin embargo, a partir del 2025 el indicador de cobertura de servicio de la deuda se muestra con suficiente holgura (entre 3.72x, 6.93x y 7.44x para 2025, 2026 y 2027, respectivamente). Es en el 2028 en que aparece un riesgo de refinanciamiento debido al vencimiento de la serie C (291 de mayo de 2028).

Indicadores Proyectados de la Sociedad Operativa (Originador) (cifras en US\$ miles)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Total de Ingresos	21,424	19,979	20,977	9,552	12,871	15,356	17,646	21,076	22,130	23,236	24,398	25,618
Servicio de deuda	1,520	1,276	1,296	409	648	860	1,569	4,961	1,259	558	558	13,908
EBITDA	2,219	2,116	2,281	287	(168)	975	1,362	774	4,912	6,082	6,575	7,093
EBITDAR	3,739	3,392	3,577	896	481	1,836	2,931	5,735	6,171	6,640	7,133	7,651
Servicio de deuda (SD) - cifras en US\$ miles					1,049	1,261	1,970	5,362	1,660	958	958	14,308
EBITDAR/SD					0.46x	1.46x	1.49x	1.07x	3.72x	6.93x	7.44x	0.53x

EBITDA = Earning Before Interest, Taxes, Depreciation & Amortisation

EBITDAR = Earning Before Interest, Taxes, Depreciation, Amortisation & Rent

Nota: Datos de Estados Financieros hasta el 2024. A partir del 2025 son proyecciones de EB RATINGS

La evaluación ha considerado un riesgo de refinanciamiento mitigado por la cobertura de garantías otorgadas, la misma que ha resultado creciente debido a (i) la amortización parcial de la deuda; y, (ii) la mejora gradual en la generación de caja. Ello, sumado a la potencial revalorización inmobiliaria, le permitiría al emisor afrontar el riesgo de refinanciamiento con una mayor capacidad de pago que la tenía en el momento de la emisión.



ANEXO 1

CALIFICACIÓN OTORGADA

Emisor	Instrumento	Calificación(*)	Significado de la Calificación	Perspectiva (**)
D-Four, S.A.	Serie C del Programa Rotativo de Bonos Corporativos por hasta US\$ 10,000,000	BBB- (pa)	“Posee una moderada capacidad de pago para cumplir con sus obligaciones financieras”	Estable(***)

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

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

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



RATINGS

Calificadora
de Riesgo

INFORME DE CALIFICACIÓN

DISCLAIMER

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