



Panamá, 12 de julio de 2024.

Señores

TENEDORES INDIRECTOS

Ciudad.-

Referencia: Calificación de Riesgo – Inmobiliaria Cervello, S.A.

Estimados Señores:

Por este medio Inmobiliaria Cervelló, S.A., y en referencia a la emisión pública del Programa Rotativo de Bonos Corporativos de Inmobiliaria Cervelló, S.A., autorizada mediante Resolución SMV No. 204-19 hasta por la suma de cien millones de dólares (US\$100,000,000.00), les remitimos Calificación de Riesgo del Emisor, emitida por Pacific Credit Rating ^{PA}AA-, Estable.

Sin más por el momento, nos despedimos,

Atentamente,

Jorge Patricio Riba Baca

Director

Inmobiliaria Cervelló, S.A. Programa Rotativo de Bonos Corporativos

Comité No. 71/2023

Informe con EEFF auditados al 31 de diciembre de 2023

Fecha de comité: 08 de julio del 20224

Periodicidad de actualización: anual

Sector Inmobiliario / Panamá

Equipo de Análisis

David Rodríguez
droduriquez@ratingspcr.com

Fredy Vásquez
evasquez@ratingspcr.com

(502) 6635-2166

HISTORIAL DE CALIFICACIONES

Fecha de información	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	dic-22
Fecha de comité	4/04/2019	27/08/2020	29/10/2021	18/07/2022	09/06/2023	08/07/2023
Programa Rotativo de Bonos Corporativos (SMV. No. 204-19)	PA AA-	PA AA-	PA AA-	PA AA-	PA AA-	PA AA-
Perspectiva	Estable	Estable	Estable	Estable	Estable	Estable

Significado de la calificación

Categoría AA. Emisiones con alta calidad crediticia. Los factores de protección son fuertes. El riesgo es modesto, pudiendo variar en forma ocasional por las condiciones económicas.

Con el propósito de diferenciar las calificaciones domésticas de las internacionales, se ha agregado (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 clasificación alcanzada entre las categorías AA y B.

La información empleada en la presente clasificación 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. La clasificación 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 clasificación de riesgo es independiente y no ha sido influenciada por otras actividades de la Clasificadora.

Racionalidad

En comité de calificación de riesgo, PCR decidió mantener la calificación de **PA AA-** al **Programa Rotativo de Bonos Corporativos de Inmobiliaria Cervelló, S.A.**, con perspectiva "**Estable**"; con información al 31 de diciembre de 2023. La calificación se fundamenta en adecuados niveles de liquidez, derivados del aumento del activo corriente. Por su parte, se considera ajustados los niveles de solvencia y aumento del endeudamiento, explicado por la distribución de dividendos. Por otra parte, se toma en cuenta las garantías de la emisión que superan la cobertura mínima establecida. Asimismo, los ingresos a la fecha superaron las proyecciones, por lo que se ve evidenciado en el fortalecimiento del EBITDA y por ende en la mejora de las coberturas sobre gastos financieros.

Perspectiva

Estable

Resumen Ejecutivo

La calificación de riesgo otorgada al Programa Rotativo de Bonos Corporativos de Inmobiliaria Cervelló, S.A., se basa en la evaluación de los siguientes aspectos:

Adecuados niveles de liquidez y aumento en fondo de fideicomiso. A la fecha de análisis, los activos corrientes de la entidad se situaron en B/. 8.4 millones, experimentando un aumento interanual de (+34.4%) debido al crecimiento significativo del efectivo (+2.5 veces) y al aumento de los fondos de fideicomiso (+96.0%). Por otro lado, el pasivo corriente fue de B/. 6.3 millones, creciendo 48.5%, principalmente por el incremento de los impuestos acumulados por pagar (+87.32 veces). En consecuencia, el capital de trabajo aumentó levemente (+2.3%) situándose en B/. 2.1 millones, aunque la razón circulante disminuyó levemente en -0.2 p.p debido a que el crecimiento de los pasivos corrientes superó proporcionalmente al de los activos corrientes en comparación con el periodo anterior.

Ajustados niveles de solvencia y nivel elevado de endeudamiento. Inmobiliaria Cervelló, S.A. reflejó un nivel de solvencia (activo total / pasivo total) de 100.2%, mostrando un leve decremento de 0.1 p.p. respecto al periodo anterior, debido a que el decremento de los pasivos totales (-2.8%) fue proporcionalmente mayor que la reducción exhibida en el periodo anterior. Asimismo, el endeudamiento patrimonial a la fecha de análisis registró un alza significativa,

posicionándose en 623.8 veces (diciembre 2022: 326.9 veces), este crecimiento en el endeudamiento patrimonial se debe a la baja experimentada por el patrimonio a causa de la distribución de dividendos efectuados en el 2023. Sin embargo, cabe resaltar que dicho grado de apalancamiento es debido a la razón de existencia de la compañía, pues esta fue creada para actuar como vehículo emisor de sus empresas relacionadas, por lo que, se observa un alto apalancamiento de manera histórica.

Adecuadas garantías de la emisión. Los Bonos de las Series Senior están garantizados a través de un Fideicomiso Irrevocable de Garantía con Prival Trust, S.A., el cual cuenta con la primera hipoteca y anticresis sobre una serie de Bienes Inmuebles, cuyo valor de avalúo deberá cubrir en todo momento al menos el 200% y a la fecha de análisis el valor de los avalúos actualizados se encuentra por encima, indicado una adecuada cobertura y cumpliendo con lo indicado en el prospecto del programa.

Mejora en flujos de ingresos proyectada. Inmobiliaria Cervelló, S.A. presentó ingresos totales de B/. 4.4 millones, mayores a los proyectados en un 3.8%. Por su parte, los gastos generales y administrativos totalizaron B/. 119.1 miles y los mismos mostraron ser menores a las estimaciones en 9.1%. En contraste, los gastos de intereses de los bonos fueron levemente superiores en 1.4% y sumando a la fecha B/. 4.0 millones. En base a lo anterior, la utilidad antes de impuestos fue de B/. 272.0 miles, siendo 54% superior a la esperada. Después del impuesto sobre la renta, la utilidad neta se ubicó en B/. 220.0 miles y está demostrando un mayor valor que el mismo año proyectado en 49.7%. Esto demuestra que la Inmobiliaria ha tenido una adecuada operatividad que ha superado las estimaciones.

Adecuada cobertura de gastos financieros. Al 31 de diciembre de 2023, el EBITDA registrado por la entidad se situó en B/. 4.4 millones, siendo 4.2% mayor a lo esperado para el mismo año analizado. Por su parte, los gastos financieros a la fecha totalizaron B/. 4.0 millones y los mismos superaron el valor proyectado del mismo año (2023 proyectado: B/. 3.9 millones). Sin embargo, debido a mayores ventas y menores gastos generales y administrativos, el EBITDA mostró una mejor posición que la estipulada en 2023, por lo que la cobertura sobre gastos financieros fue 0.3 p.p mayor a la estimada y la misma se ubicó en 1.1 veces, este resultado es similar a la cobertura sobre el servicio de deuda al no ser tan representativo la amortización de capital y de misma forma se ubica por encima de las proyecciones. Esto indica que Inmobiliaria Cervelló cuenta con la capacidad de pago de intereses sobre la deuda al ser sus coberturas mayores que una (1) vez y demuestra un resultado adecuado al superar las proyecciones.

Respaldo del grupo. Inmobiliaria Cervelló, S.A. cuenta con el respaldo de las compañías: Casselberry, S.A., Xandri, S.A. y otras empresas que podrán ser incorporadas al grupo, las cuales obtienen sus ingresos por medio del arrendamiento de locales comerciales.

Metodología utilizada

La opinión contenida en el informe se ha basado en la aplicación de la metodología para la Calificación de riesgo de Instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo, acciones preferentes y emisores con fecha 09 de noviembre de 2017.

Información utilizada para la calificación

- **Información financiera:** Estados Financieros auditados de diciembre 2019 a diciembre 2023,
- **Emisión:** Prospecto Informativo del Programa Rotativo de Bonos Corporativos y Proyecciones Financieras de 2020 a 2029.

Factores Clave

Factores clave que podrían mejorar la calificación son:

- Incremento constante en los ingresos a largo plazo.
- Mejora sostenible en los niveles de solvencia.

Factores clave que podrían desmejorar la calificación son:

- Decremento sostenido en los ingresos por arrendamientos.
- Decremento constante en cobertura de la deuda y por debajo de 1.
- Decremento constante en niveles de liquidez a mediano plazo.
- Deterioro en la calidad crediticia de las compañías relacionadas.
- Que el valor de las garantías se ubique por debajo del nivel establecido.

Limitaciones potenciales para la calificación

- **Limitaciones encontradas:** No se encontró limitación alguna en la información enviada.
- **Limitaciones potenciales: (Riesgos Previsibles):** Existe el riesgo sistemático por las variaciones en las tasas de interés, las políticas monetarias, y el alza en la inflación que puede desacelerar el dinamismo económico.

Contexto Económico

Al cierre del año 2023, la economía panameña registró un crecimiento de 7.3% en el producto interno bruto (PIB), según cifras del Instituto Nacional de Estadística y Censo (INEC), sin embargo, menor al 10.8% registrado en el año 2022. Panamá logró posicionarse como el país con mayor dinamismo de la región. Las actividades que impulsaron el crecimiento fueron la construcción, el comercio al por mayor y menor, el turismo, la Zona Libre de Colón y las actividades financieras, lo cual ha tenido un impacto positivo en la generación de empleo, el desarrollo de diversas industrias y la atracción de inversión extranjera directa. Además, Panamá se destaca como un centro logístico y financiero crucial en la región.

Es importante mencionar que durante el último trimestre del año se registraron eventos importantes que tendrán efectos en la economía del país, el primero consistió en las protestas debido a la renovación del contrato de explotación de cobre entre el Estado y la filial de First Quantum, provocando problemas en la movilización y afectando directamente al sector logístico y agroindustrial, entre otros. Finalmente, la Corte Suprema de Justicia declaró inconstitucional el contrato minero, lo cual tendrá efectos directos en los ingresos del Estado, incrementando el déficit fiscal. Esto destaca la urgencia de fortalecer el sistema de recaudación, controlar los gastos totales y mejorar la gestión de la deuda para mantener la estabilidad financiera y asegurar la sostenibilidad económica a largo plazo. El otro evento importante considerando que el país es un centro relevante de servicios financieros, fue la exclusión de Panamá de la lista de países de alto riesgo en materia de lavado de dinero, blanqueo de capitales y financiamiento al terrorismo de la Unión Europea, lo cual producirá beneficios económicos positivos al país. En adición, la sequía causada por el fenómeno de El Niño afectó la operación del Canal de Panamá provocando la disminución del tráfico de barcos.

Por otro lado, según el informe anual sobre el Índice de Precios al Consumidor (IPC), Panamá cerró el año 2023 con una inflación acumulada del 1.5%. Las variaciones significativas se registraron en los grupos de vivienda, agua, electricidad y gas que reportaron alzas en los precios de 9.9%.

Según proyecciones del Banco Mundial, se espera que la economía se desacelere debido a la interrupción de la operación de la minera de cobre y estiman un crecimiento de 2.5% para el año 2024, menor al comportamiento histórico de los últimos años. Panamá tiene como reto fortalecer su posicionamiento fiscal y diseñar estrategias para mejorar la recaudación de impuestos. También se enfrenta a los desafíos climáticos que han afectado la operación del canal afectando el tránsito de barcos causado por los efectos del Niño. Por otro lado, las calificadoras de riesgo se encuentran a la expectativa de las medidas del nuevo gobierno en materia fiscal, transparencia e integración dada la fragmentación que habrá en la Asamblea Nacional, así como la promoción de políticas dirigidas a resolver los problemas sociales y ambientales, lo cual puede tener impacto en la calificación de riesgo del país. A pesar de estos retos, es importante resaltar que Panamá posee un potencial considerable para continuar su crecimiento. Esto se fundamenta en una economía sólida y diversificada en varios sectores, lo que demuestra su resiliencia ante las adversidades. Sin embargo, para aprovechar este potencial, se requiere una gestión cuidadosa y estratégica de los desafíos actuales, así como políticas que fomenten la innovación y el desarrollo sostenible en todos los ámbitos económicos del país.

Se prevé que la inflación se mantenga baja a finales de 2024, en el orden de 2.2 % interanual, y en alrededor del 2.0% en los años venideros. A mediano plazo, se espera que el PIB crezca 4%, mientras que el déficit en cuenta corriente se proyecta en torno al 2% del PIB. Como resultado de lo anterior, se pronostica la pérdida de grado de inversión del país, lo que elevaría los costos de endeudamiento externo de Panamá y aumentaría los riesgos de refinanciamiento.

Panorama Internacional

Según las *Perspectivas económicas mundiales* del Banco Mundial, se prevé que el crecimiento económico global será moderado, donde se espera alcanzar un 2.4% para 2024, siendo el tercer año consecutivo de desaceleración. Entre los factores que pueden seguir causando la desaceleración se encuentra la prolongación del conflicto en Oriente Medio, lo que podría interrumpir el suministro global de petróleo y provocar un aumento en los precios de la energía y los alimentos, causando un alza en la inflación en todas las regiones; entre otros riesgos existentes, están las tensiones geopolíticas y comerciales y la posibilidad de que China no presente el crecimiento esperado. A lo anterior, se le suma una demanda externa más débil, condiciones financieras más ajustadas y desastres naturales relacionados con el cambio climático.

Adicionalmente, se estima que el nivel general de inflación a escala mundial descienda a 5.8% en 2024. En ese sentido, la inflación aún no ha regresado a los objetivos de los bancos centrales en muchas economías, esto aunado con la proyección de que la mayoría de los precios de los productos básicos permanezcan por encima de los niveles prepandemia, propiciando que los hogares, las empresas y principales importadores de materia prima continuarán soportando precios elevados. Por otro lado, los choques de oferta de alimentos en las economías emergentes están siendo afectados por las condiciones del fenómeno de El Niño, lo que conlleva precios de alimentos elevados y aumento en el deterioro de seguridad alimentaria.

Con respecto a las condiciones climáticas, el fenómeno de El Niño es uno de los riesgos más altos para las economías y se proyecta que este continúe durante 2024, aumentando la probabilidad de un incremento en las temperaturas globales y de patrones climáticos disruptivos que podrían dañar la producción agrícola. Además, las tormentas e inundaciones frecuentes podrían dañar la infraestructura crítica, incluyendo transporte y suministro de energía, llevando

así a consecuencias para la actividad económica más amplias, como pérdidas significativas que pueden causar escasez de bienes y servicios.

En 2023, la región de América Latina y el Caribe experimentó una significativa desaceleración económica, con un crecimiento de solo el 2,2%. Esta desaceleración se produjo en el contexto de una elevada inflación, condiciones monetarias restrictivas, debilidad del comercio mundial y fenómenos meteorológicos adversos. Para las perspectivas de la región se estima que tendrá un crecimiento del 2.3% para 2024. Los efectos persistentes de la restricción monetaria previa continuarán influyendo en el crecimiento a corto plazo. Por su parte, a medida que la inflación disminuya se prevé que los bancos centrales disminuyan las tasas de interés, permitiendo así el aumento de la inversión, siendo positivo para la región.

En comparación con otros países de la región, República Dominicana se destaca por liderar el mayor crecimiento proyectado, alcanzando un 5.1%. Este aumento es mayor a los dos últimos periodos, atribuido a una reducción en su inflación y un aumento en las actividades económicas, particularmente en el sector turístico. Seguido de cerca por Panamá, a pesar de que ha sido afectado por el cambio climático, proyecta un crecimiento del 4.6%, anticipando una mayor recaudación de ingresos fiscales. Por su parte, Costa Rica prevé un crecimiento de 3.9% impulsado por una mayor inversión extranjera directa, Guatemala, por su parte, proyecta un 3.5%, gracias al dinamismo que presentan sus actividades económicas ante una mayor demanda de créditos que se refleja en mayores proyectos en el país. El crecimiento de México se atenuará hasta el 2.6%, como consecuencia de la caída de la inflación y la disminución de la demanda externa. Asimismo, se proyecta que Perú se recupere de la contracción de 2023, con un crecimiento del 2.5% en 2024, respaldado por el aumento de la producción minera. Por último, se estima un crecimiento en Honduras por 3.2%, El Salvador por 2.3%, Bolivia por 1.5% y Ecuador por 0.7%.

Durante 2023, Estados Unidos presentó estabilidad económica, superando las proyecciones que se tenía en cuanto a su crecimiento. El escenario de un crecimiento mayor a lo esperado por parte de Estados Unidos puede impactar en las perspectivas de las regiones con economías emergentes, presentando impactos negativos como, por ejemplo, la apreciación del dólar afectando las exportaciones de otras regiones y potencialmente elevaría las tasas de interés. Por otro lado, puede impactar de manera positiva en la inflación, provocando un decremento en esta y además puede haber condiciones financieras más flexibles, resultado de mejoras en la oferta laboral o productividad. Para las economías orientadas a la exportación con vínculos comerciales directos con Estados Unidos, como Asia Oriental y el Pacífico, América Latina y el Caribe se verían beneficiados ante estas condiciones. Asimismo, las exportaciones de commodities de las economías en desarrollo hacia Estados Unidos se verían beneficiadas ya que habría una demanda global más fuerte. En ese escenario, podría haber una mejora en la demanda de las economías ya que existirían condiciones financieras más favorables, incluido un mayor apetito por el riesgo de inversiones globales, lo que podría aliviar la presión financiera y costos de endeudamiento en las regiones de economías emergentes y economías en desarrollo.

Contexto Sector

El sector inmobiliario está directamente relacionado con el ciclo económico y variables macroeconómicas, principalmente por el PIB, la generación de empleos en el país de la cual se estiman unos 15 mil empleos menos en el sector que antes de la pandemia y las tasas de interés de la política monetaria que sirven como referencia para otorgar préstamos hipotecarios y pueden impactar en el dinamismo de la economía. Por último, se considera el crecimiento poblacional y el ingreso promedio de las familias.

El mercado inmobiliario en Panamá ha sido foco de atención para inversionistas internacionales que son atraídos por una economía dolarizada y estable, así como incentivos fiscales y representar un punto estratégico del comercio internacional. Además, se destaca por sus paisajes naturales que son un atractivo para turistas de todo el mundo. El desarrollo inmobiliario se concentra en la Ciudad de Panamá con edificios, apartamentos y sectores comerciales. Aunque también se ha observado un crecimiento importante en las regiones costeras por representar destinos turísticos importantes, en las que ya se iniciaron varios proyectos inmobiliarios que culminarán en los próximos años. Además, la administración pública ha ampliado sus esfuerzos con la infraestructura al interior del país para incentivar el desarrollo de esas regiones. A pesar de que el panorama se presente favorable para el sector, se deben cuidar aspectos como el exceso de oferta o cambios en políticas fiscales que desincentiven la inversión extranjera.

Al analizar el crecimiento de las actividades inmobiliarias para el primer semestre del año 2023 en cuanto a producción de mercado del PIB, estas presentan un incremento interanual de B/. 162.7 millones (+13.1%) y una participación con respecto al PIB de 1.8% manteniendo proporciones similares a periodos anteriores.

El mercado de bienes raíces de Panamá, está compuesto de tres sectores, los cuales son 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.

Para terminar, el sector inmobiliario cierra el primer semestre 2023 con un buen dinamismo económico siendo mayor al promedio del año 2022. Pese al alza en la inflación, que como consecuencia trajo un incremento de precios en cierta parte del sector inmobiliario, se espera que el sector continúe recuperando en generación de ingresos por ventas y alquileres sobre todo en el subsector residencial.

Análisis de la institución

Reseña

Inmobiliaria Cervelló, S.A. fue constituida el 11 de febrero de 2014, bajo la Ley de Sociedades Anónimas en la República de Panamá y está inscrita en el Registro Público en el rollo 2551780, imagen 1 y ficha 826450 de la sección mercantil. La actividad principal de la compañía es la emisión de bonos a través de la Bolsa de Valores de Panamá, autorizada mediante la Resolución SMV. No. 204-19 del 23 de mayo de 2019 de la Superintendencia de Valores de Panamá, que es la institución que la regula mediante la Ley No. 67 del 1 de septiembre de 2011. La empresa se dedica, entre otras cosas, a extender facilidades crediticias a sus afiliadas (Casselberry, S.A., Xandri, S.A. y otras empresas que podrán ser incorporadas de tiempo en tiempo al grupo), que, a su vez, utilizan dichas facilidades de crédito para cancelar sus deudas y financiar sus proyectos próximos. Su oficina principal se encuentra ubicada en Santa María Business District, Juan Díaz, PH Santa María Office Plex 71, Ciudad de Panamá, República de Panamá.

Gobierno Corporativo

PCR efectuó un análisis, respecto a sus prácticas de Gobierno Corporativo¹. Los accionistas de la misma clase tienen los mismos derechos y sí cuenta con un área encargada de la comunicación con los accionistas por medio del gerente general y la Junta Directiva, aunque esta no se encuentra designada formalmente. Por su parte, la compañía no cuenta con un reglamento de la junta general de accionistas, sin embargo, esta realiza convocatorias para una junta de accionistas contando con un plazo estipulado y establecido de una periodicidad de 2 semanas. De esta manera, en dichas juntas, la organización tiene permitido a los accionistas la incorporación de puntos a debatir y la delegación de voto, siendo este un proceso sin formalidad debido a que no cuenta con un reglamento de directorio.

PLANA GERENCIAL

Nombre	Cargo
Jorge P. Riba Baca	Gerente General
Jorge P. Riba Navarro	Gerente Financiero y de Proyectos
Yanina Iveth Ponce Castro	Gerente Administrativa

Fuente: Inmobiliaria Cervelló, S.A. / Elaboración: PCR

De acuerdo con el Pacto Social, todas las acciones cuentan con los mismos derechos y privilegios, y cada acción tendrá derecho a un voto en todas las juntas de accionistas. Según el artículo sexto del Pacto Social, la sociedad tendrá un mínimo de tres directores. Adicionalmente, en las sesiones de la Junta Directiva y de la Junta de Accionistas, cualquiera de sus miembros podrá ser representado y votar por medio de un apoderado que no necesariamente tiene que ser director ni accionista, una vez su nombramiento haya sido por escrito, en documento público o privado, y con poder de sustitución o sin él. Los miembros de la Junta Directiva de la sociedad se muestran a continuación:

CONSTITUCIÓN DEL DIRECTORIO

Nombre	Cargo	Área de especialización	Experiencia
Jorge P. Riba Navarro	Presidente	Finanzas	38 años
Jorge P. Riba Baca	Vicepresidente	Finanzas y administración de empresas	11 años
Javier Eduardo Riba Peñalba	Secretario	Ingeniería mecánica	41 años
Rodrigo José Riba González	Tesorero	Ingeniería industrial y sistemas	11 años
Diana Beatriz Riba	Vocal	Arquitecta	21 años
Nuria Elena Riba Vergara de García	Vocal	Contadora	27 años

Fuente: Inmobiliaria Cervelló, S.A. / Elaboración: PCR

De esta manera, se determina que la compañía no ha adoptado los principios y procedimientos de un buen gobierno corporativo dentro de la organización, de conformidad con estándares internacionales y con las guías y principios recomendados por la Superintendencia del Mercado de Valores.

Grupo Económico

Inmobiliaria Cervelló, S.A. es miembro de un grupo de empresas que tienen administración conjunta, que ejercen influencia en las decisiones administrativas y de operaciones de todas las empresas relacionadas y, por lo tanto, ciertas transacciones entre el grupo reflejan intereses comunes. La compañía no cuenta directamente con personal y las funciones administrativas son realizadas por los ejecutivos de Constructora Xandri, S.A.² El capital social está

¹ Actualizado por medio de nuestra encuesta ESG en diciembre 2023.

² Parte de Xandri, S.A., que ofrece servicios de construcción industrial, comercial, servicios de tramitología y servicios de desarrollo de planos en el mercado de construcción.

compuesto por 500 acciones comunes con valor nominal de USD 100 cada una, el capital pagado al 31 de diciembre de 2023 se posiciona en \$49,835 a razón de 498.35 acciones comunes, con un valor nominal de \$100.

La compañía cuenta con dos accionistas, con igual participación, que se muestran en el siguiente cuadro:

PARTICIPACIÓN ACCIONARIA	
Accionista	Participación
Rixa, S.A.	50%
Atlántida Compañía de Inversiones, S.A.	50%

Fuente: Inmobiliaria Cervelló, S.A. / Elaboración: PCR

De esta manera, Inmobiliaria Cervelló, S.A. se categoriza como una empresa creada para actuar como vehículo para la emisión del Programa Rotativo de Bonos Corporativos que es utilizado para la extensión de facilidades de créditos a las compañías afiliadas o relacionadas, que, a su vez, utilizan dichas facilidades crediticias para cancelar deudas existentes y financiar nuevos proyectos.



Fuente: Inmobiliaria Cervelló, S.A. / Elaboración: PCR

Es importante destacar que, para diciembre de 2019, mediante escrituras públicas, fueron celebrados algunos Convenios de Fusión por los cuales se presentaron los siguientes cambios: las entidades Plaza Bolívar Holdings, S.A. y Hazlebury Ventures, Corp. han sido absorbidas por la sociedad Xandri, S.A., y por su parte, PTY Investment Inc. ha sido absorbida por la sociedad Casselberry, S.A. De esta manera, como resultado de dichas fusiones, las sociedades Xandri, S.A. y Casselberry, S.A. han absorbido todos los activos, pasivos u obligaciones de dichas entidades, manteniendo vigente la garantía hipotecaria que se establece respecto a los bonos de las series senior constituida a favor del fiduciario (Prival Trust, S.A.), y a su vez, generando el cese de la existencia jurídica para las entidades absorbidas.

Responsabilidad Social Empresarial

PCR efectuó un análisis, respecto a las prácticas de Responsabilidad Social Empresarial ³de Inmobiliaria Cervelló. La compañía no ha identificado a sus grupos de interés, por lo que no realiza un proceso formal de consulta a sus directivos. Asimismo, debido a que no cuenta con una estrategia de sostenibilidad definida, no se ha elaborado un reporte de sostenibilidad y no cuenta con programas o políticas ambientales que promuevan la eficiencia energética, la gestión de residuos y el cuidado del agua, así como la ausencia de la evaluación de criterios ambientales en sus proveedores y de consideración de los efectos e impactos del cambio climático para la definición de la estrategia comercial. Sin embargo, Inmobiliaria Cervelló, S.A., en la fecha de análisis, no ha sido objeto de multas o sanciones en materia ambiental, y sí se reconoce la realización de algunas acciones que promueven la erradicación del trabajo infantil y el trabajo forzoso, aunque no forma parte de programas formales. De esta manera, la compañía evita contratar a menores de edad, sin embargo, de ser necesaria una contratación de dicho tipo, esta se hace en base a lo establecido en el Artículo No. 117 y 120⁴ del Código de Trabajo de la República de Panamá, el cual forma parte del Reglamento Interno de Trabajo y Código de Ética de la institución, actualizados al 20 de marzo de 2015.

Por su parte, a pesar de que la compañía no cuenta con una política formal respecto a las capacitaciones y la frecuencia de estas, esta sí realiza algunos programas de capacitación y formación por medio de procesos exteriores para que los miembros de la institución puedan tomar cursos y seminarios relacionados a su respectiva área de trabajo. Además, Inmobiliaria Cervelló, S.A. otorga los beneficios de ley a sus trabajadores, incluyendo beneficios adicionales, y realiza algunas acciones que promueven su participación en la comunidad a través de la estructuración de actividades tales como la pintura en escuelas, adecuación de pavimentación, apoyo a ligas deportivas, entre otras.

³ Actualizado por medio de nuestra encuesta ESG en diciembre 2023.

⁴ Referencia a la permisividad de contratación de personas entre 14 y 18 años, con condiciones, ordinarias y matutinas.

Operaciones y Estrategias

Contratos

En el siguiente cuadro se presenta el detalle de los contratos de alquiler vigentes de las entidades Casselberry, S.A. y Xandri, S.A. a ser cedidos al Fideicomiso de Garantía, los cuales cuentan con una duración de 10 años, siendo Supermercados Riba Smith, S.A. su principal arrendatario. Dichos contratos fueron firmados el 30 de junio de 2019, por lo que, para la fecha de análisis, Casselberry, S.A. y Xandri, S.A. contaban con 4 y 5 contratos vigentes, respectivamente. De esta manera, todos se caracterizan con fecha de vencimiento en julio de 2029.

Arrendador	Arrendatario	Ubicación	Duración	Vigencia	Vencimiento
Casselberry, S.A.	Riba Smith, S.A.	transístmica, Bella Vista, Multiplaza	10 años	jul-19	jul-29
Casselberry, S.A.	Industrias Alimenticias Ricas Viandas	La Pita	10 años	jul-19	jul-29
Casselberry, S.A.	Riba Smith, S.A.	La Pita	10 años	jul-19	jul-29
Casselberry, S.A.	viveres de Panamá	La Pita	10 años	jul-19	jul-29
Xandri, S.A.	Riba Smith, S.A.	Costa del Este, Majagual, transístmica	10 años	jul-19	jul-29
Xandri, S.A.	Delirys, S.A.	Costa del Este, Majagual, transístmica	10 años	jul-19	jul-29
Xandri, S.A.	Riba Smith, S.A.	Brisas del Golf	10 años	jul-19	jul-29
Xandri, S.A.	Riba Smith, S.A.	Brisas del Golf	10 años	jul-19	jul-29
Xandri, S.A.	Riba Smith, S.A.	Chorrera	10 años	jul-19	jul-29

Fuente: Inmobiliaria Cervelló, S.A. / Elaboración: PCR

Por su parte, todos los contratos establecen que el canon de arrendamiento mensual se debe cancelar en los primeros 20 días de cada mes. Si no se cumple anterior dentro del plazo estipulado, se podrá cobrar una mora de 3 % sobre la mensualidad del alquiler. Asimismo, partir de la renovación de los contratos en junio de 2019, se aplicó un incremento que se mantiene entre el 1 % y el 3 % en el precio mensual del arrendamiento, siendo calculado durante cada periodo respecto a la utilización de la variación del índice de precios al consumidor promedio de los últimos cinco años. Por último, se hace constar que no se puede dar una terminación anticipada al contrato hasta el tercer año de vigencia sin previa autorización del Fideicomiso, y de ser el caso, se deberá pagar una indemnización del 3 % sobre los cánones que no serán cubiertos en los años restantes del plazo ya establecido en dicho contrato.

Análisis Financiero

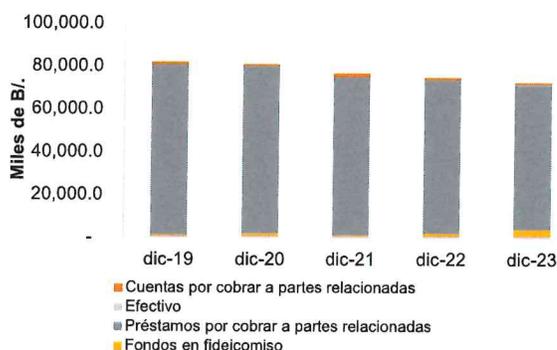
Activos

Para diciembre de 2023, los activos de Inmobiliaria Cervelló, S.A. totalizaron B/. 72.8 millones, presentando un decremento interanual de B/. 2.2 millones (-3.0%) debido a la variación del activo no corriente, que se situó en B/. 64.4 millones con una reducción de B/. 4.3 millones (-6.3%) respecto al periodo anterior. Esta reducción se explica por el decremento de los préstamos por cobrar entre partes relacionadas en B/. 4.2 millones (-6.2%), y totalizando B/. 63.4 millones, explicado por la amortización al capital del préstamo. Cabe resaltar que el total de préstamos por cobrar al cierre del periodo fue de B/. 67.6 millones, experimentando una disminución de (-6.1%) en los préstamos a Casselberry, S.A. y del (-5.5%) a Xandri, S.A., en comparación con los B/. 71.8 millones del periodo anterior. Asimismo, las cuentas por cobrar entre partes relacionadas disminuyeron en B/. 118.2 miles (-10.7%), influenciadas por una significativa reducción del (-86.9%) en las cuentas por cobrar a Xandri, S.A., a pesar del registro de B/. 840.0 miles en cuentas por cobrar a Casselberry, S.A.

En contraste, los activos corrientes se situaron en B/. 8.4 millones, con un incremento interanual de B/. 2.1 millones (+33.4%) producto del aumento de los fondos en fideicomisos por B/. 1.9 millones (+96%) y posicionándose el total en B/. 3.8 millones, derivado de las cuentas corriente con Prival Bank, S.A., en estos fondos se constituye un Fideicomiso Irrevocable de garantía a favor de Prival Bank, S.A., Global Bank Corporation, Banco Aliado, S.A., Xandri, S.A. y Casselberry, S.A., ya que estos fondos deben garantizar el compromiso de pago de capital e intereses a cubrir dentro del trimestre siguiente. Adicionalmente, el efectivo presentó un aumento interanual de B/. 258.0 miles (+2.5 veces), explicado por el crecimiento de los montos de las cuentas corrientes en bancos. En contraposición, el impuesto pagado por anticipado sufrió una baja de B/. 26.6 miles (-94.4%).

Los activos no corrientes representaron el 91.6% del total de los activos donde los préstamos por cobrar entre partes relacionadas, que totalizan B/. 63.4 millones representan el 90.2% de la totalidad de los activos, estos son producto de la emisión de bonos que representa el vínculo del flujo financiero de pagos entre las empresas relacionadas y el vehículo, siendo este último, Inmobiliaria Cervelló, S.A. Por su parte los activos corrientes representaron el 8.4% del total de los activos. A la fecha del análisis Inmobiliaria Cervelló muestra una composición de activos concentrada en los préstamos por cobrar entre partes relacionadas, de acuerdo con el giro del negocio.

EVOLUCIÓN Y CONSTITUCIÓN DE ACTIVOS TOTALES



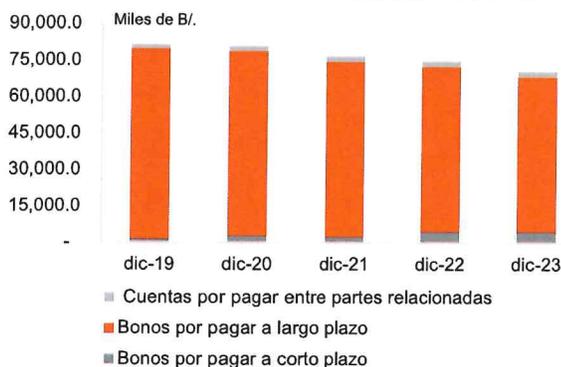
Fuente: Inmobiliaria Cervelló, S.A. / Elaboración: PCR

Pasivos y Patrimonio

Para el segundo semestre de 2023, los pasivos totales de Inmobiliaria Cervelló, S.A., se ubicaron en B/. 72.7 millones, mostrando una disminución de B/ 2.1 millones (-2.8%), derivado del decremento presentado en los bonos por pagar a largo plazo en B/. 4.1 millones (-5.9%), aunado con una leve reducción en las cuentas por pagar entre partes relacionadas por B/. 15.1 miles (-0.7%) y totalizando B/. 2.2 millones, estas se componen de reserva de intereses para Casselberry, S.A. y Xandri, S.A., al igual que una porción para los dividendos por pagar. En contraste, los impuestos acumulados por pagar experimentaron un crecimiento significativo de B/. 2.0 millones (+87.3 veces), esto derivado del registro de intereses por pagar que a la fecha totaliza B/. 2.0 millones, aunado con el crecimiento de Tesoro Nacional, ITBMS y el registro del impuesto sobre dividendos por pagar. Por su parte, los bonos por pagar a corto plazo se ubicaron en B/. 4.2 millones y estos se mantuvieron estables interanualmente.

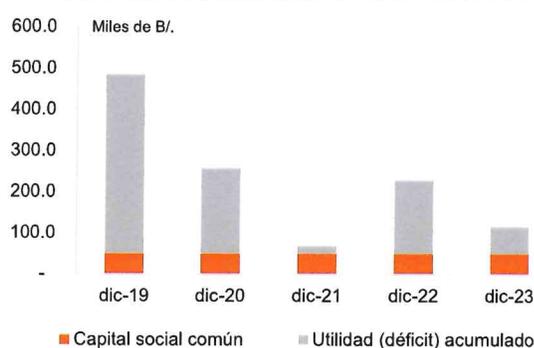
Por otra parte, el patrimonio de la entidad totalizó B/. 116.5 miles, teniendo un decremento de B/. 112.2 miles (-49.1%) respecto al periodo anterior (diciembre 2022: B/. 228.7 miles), dicha disminución fue producto de una menor utilidad acumulada, que a la fecha se sitúa en B/. 66.6 miles y experimenta una baja de B/. 112.2 miles (-62.7%), esta variación es explicada por la distribución de dividendos. Por su parte, el capital social común no mostró variaciones a la fecha de análisis. La utilidad acumulada representó el 57.2% del total del patrimonio, mientras que el capital social común correspondió al 42.8% restante; el capital se encuentra conformado por 498.35 acciones autorizadas por un valor nominal de B/.100. Cabe resaltar que la empresa empezó a distribuir dividendos a partir del año 2020, lo cual ha reducido el Patrimonio considerablemente en los últimos 3 años, afectando los niveles de solvencia de la empresa a la fecha de análisis, concluyendo que se ha disminuido la participación de sus acreedores.

EVOLUCIÓN Y CONSTITUCIÓN DE PASIVOS TOTALES



Fuente: Inmobiliaria Cervelló, S.A. / Elaboración: PCR

EVOLUCIÓN Y CONSTITUCIÓN DE PATRIMONIO TOTAL



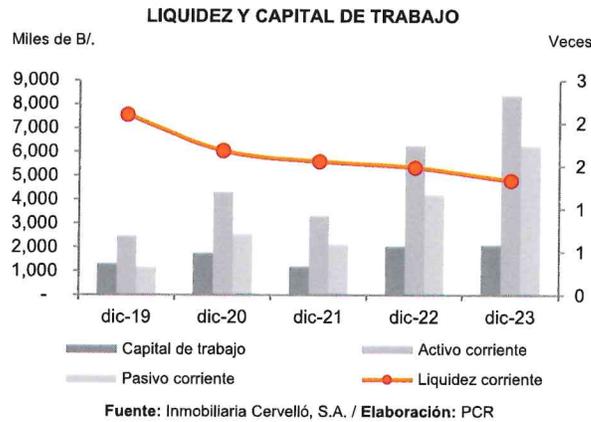
Liquidez

Para mitigar el riesgo de liquidez, Inmobiliaria Cervelló, S.A. evalúa sus recursos y fondos disponibles, así como los vencimientos de activos y pasivos para que estos no afecten la liquidez de sus operaciones. Los activos corrientes de la compañía totalizaron B/. 8.4 millones (diciembre 2022: B/. 6.3 millones), presentando un crecimiento de B/. 2.1 millones (+33.4%), lo cual se debe al crecimiento en el rubro de fondos de fideicomiso por B/. 1.9 millones (+96%), aunado con el aumento de efectivo en B/. 2587.0 miles (+2.5 veces). Por otra parte, los pasivos a corto plazo totalizaron B/. 6.3 millones, generando un crecimiento de B/. 2.0 millones (+48.5%), debido al incremento significativo de los impuestos acumulados por pagar en B/. 2.0 millones (+87.3 veces).

La porción corriente de los Bonos Por pagar netos corresponde a los pagos a capital de los próximos doce meses de la fecha de emisión del estado financiero, los cuales Inmobiliaria Cervelló, S.A., debe realizar, de acuerdo con la tabla de amortización de la deuda establecida en suplemento de cada serie, debido a que Inmobiliaria Cervelló, S.A., es un vehículo para la emisión del Programa Rotativo de Bonos Corporativos, los cuales son utilizados para extender

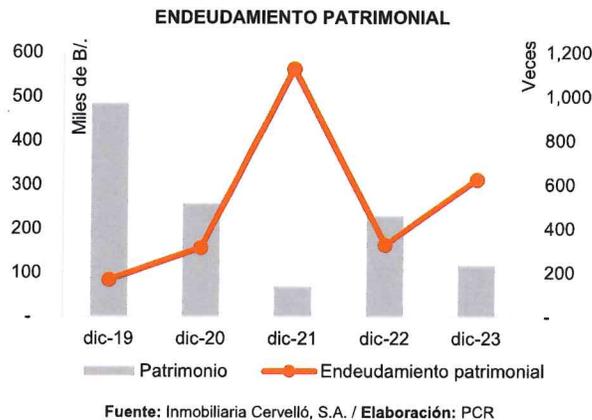
facilidades de crédito a las compañía relacionadas para capital de trabajo, los contratos de préstamos entre partes relacionadas, mantienen las mismas condiciones que las series emitidas, por lo que la cifra detallada en el Estado de Situación Financiera correspondiente a la porción corriente de los bonos por pagar por la suma de B/. 4.2 millones, también serán recibidas por Inmobiliaria Cervelló, S.A., como abono a los préstamos por cobrar entre partes relacionadas.

En consecuencia, de las variaciones antes mencionadas, se exhibió a la fecha de análisis una razón circulante de 1.3 veces, siendo menor respecto al periodo anterior (2022; 1.5 veces), y manteniéndose en una tendencia a la baja en los últimos 5 años. Sin embargo, la liquidez se muestra suficiente para cumplir con sus obligaciones de corto plazo al situarse por encima de una vez. Por su parte, el capital de trabajo se posicionó en B/. 2.1 millones y experimentó un leve aumento de B/. 47.9 miles (+2.3%), lo que se considera adecuado para el análisis. Asimismo, se cuenta con el respaldo del grupo para poder hacer frente a sus obligaciones a corto plazo.



Solvencia y Endeudamiento

Inmobiliaria Cervelló, S.A. reflejó un nivel de solvencia (activo total / pasivo total) de 100.2%, mostrando una leve mejora de 0.1 p.p. respecto a diciembre de 2022, debido a que los activos aumentaron en mayor proporción interanualmente que los pasivos. Asimismo, el endeudamiento patrimonial, para diciembre de 2023, mostró un incremento posicionándose en 623.8 veces (diciembre 2022: 327.0 veces), esto se debe a que el patrimonio sufrió un decremento por las utilidades acumuladas, aunado con el aumento del pasivo. Dicho grado de apalancamiento es debido a la razón de existencia de la compañía, pues esta fue creada para actuar como vehículo emisor de sus empresas afiliadas.



Resultados Financieros

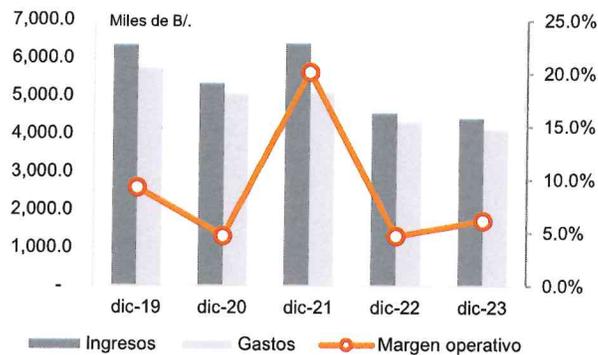
Al 31 de diciembre de 2023, los ingresos de Inmobiliaria Cervelló, S.A. se situaron en B/. 4.4 millones, presentando una reducción de B/. 134.3 miles (-3.0%) respecto al periodo anterior (B/. 4.5 millones), debido al decremento de los ingresos por intereses sobre préstamos, que totalizaron B/. 4.0 millones, reduciéndose interanualmente en B/. 181.9 miles (-4.3%). En la composición de estos ingresos, Casselberry S.A. aportó el 57%, mientras que Xandri, S.A. contribuyó con el 43%, ambas con disminuciones interanuales. Sin embargo, los ingresos por servicios experimentaron un leve aumento de B/. 5.3 miles (+1.7%), alcanzando B/. 322.2 miles, gracias al crecimiento consolidado de ambas relacionadas. Además, los intereses ganados sobre depósitos a plazo fijo se situaron en B/. 68.4 miles, creciendo significativamente en (+1.6 veces).

Asimismo, los egresos de la compañía totalizaron B/. 4.1 millones (diciembre 2022: B/. 4.3 millones), mostrando una disminución interanual de B/. 192.4 miles (-4.4%), principalmente por la variación de los gastos de interés que a la

fecha suman B/. 4.0 millones y disminuyen en B/. 181.9 miles (-4.3%). Aunado con la reducción de la amortización del gasto de emisión de bonos por B/. 11.7 miles (-17.0%) y un leve decremento de los honorarios profesionales en B/. 1.9 miles (-3.3%). En contraste, otros gastos de operación exhibieron un incremento de B/. 3.0 miles (+1.5 veces).

De esta manera, es destacable que el monto de ingresos por intereses sobre las actividades crediticias con las partes relacionadas es igual al monto de gastos por intereses debido a la adecuación de una estructura de balance apropiada respecto a las características de un vehículo, por lo que la empresa depende estrictamente de otros ingresos como servicios administrativos, intereses en cuentas de ahorro y la ganancia en valores negociables para la obtención de ingresos que generen un positivo en la utilidad neta; y a su vez, considerando su único propósito, siendo este la emisión de bonos corporativos.

EVOLUCIÓN DE LOS RESULTADOS FINANCIEROS



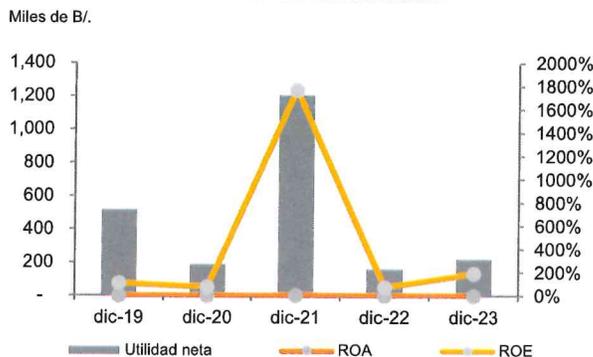
Fuente: Inmobiliaria Cervelló, S.A. / Elaboración: PCR

Por su parte, la utilidad neta de Inmobiliaria Cervelló, S.A. registró un monto total de B/. 220.3 miles, reflejando un aumento de B/. 59.6 miles (+37.1%). Lo anterior es producto de una mayor reducción en los gastos de la entidad en comparación a la disminución de los ingresos de la Inmobiliaria. Asimismo, es importante destacar que, por su naturaleza operativa, los flujos que percibe por parte de las afiliadas son rigurosamente para la cobertura de las necesidades del repago de la deuda generada por la emisión.

Rentabilidad

Los indicadores de rentabilidad de Inmobiliaria Cervelló, S.A. presentaron un incremento derivado a que en este periodo las utilidades aumentaron con relación al año anterior, estas se ubicaron en B/. 220.3 miles y estando en el promedio histórico, a diferencia del año 2021 que el crecimiento de las utilidades netas se consideró atípico. Por su parte, los activos mostraron una leve disminución de (-3.0%) y los mismos se situaron en B/. 72.8 millones. Por otra parte, el patrimonio exhibió un decremento considerable de (-49.1%) y posicionando el total en B/. 116.5 miles. De esta manera, el indicador de rentabilidad sobre los activos se situó en 0.3%, este siendo mayor en 0.1 p.p respecto al mostrado en el periodo anterior, este leve aumento se debe al crecimiento interanual de la utilidad neta. Asimismo, el indicador de rentabilidad sobre el patrimonio se posicionó en 1.9 veces, siendo significativamente mayor al presentado en diciembre 2022 que se ubicó en 70.3%. Este resultado se considera holgado debido a la disminución del patrimonio, aunado con una mayor utilidad neta.

INDICADORES DE RENTABILIDAD



Fuente: Inmobiliaria Cervelló, S.A. / Elaboración: PCR

Instrumento calificado

Programa Rotativo de emisión de Bonos Corporativos por USD 100 millones.

El programa rotativo de emisión de Bonos Corporativos por un monto de hasta USD 100 millones, según se describe en el siguiente cuadro de resumen:

PRINCIPALES TÉRMINOS Y CONDICIONES DE LA EMISIÓN

Características	
Emisor:	Inmobiliaria Cervelló, S.A.
Instrumento:	Programa Rotativo de Bonos Corporativos.
Moneda:	Dólares de Estados Unidos de América.
Monto autorizado:	US\$ 100,000,000.00.
Series:	Los Bonos podrán ser emitidos en múltiples Series (denominadas "Series Senior" y "Series Subordinadas"). El Monto de cada Serie será notificado mediante suplemento.
Fecha de oferta inicial:	28 de mayo de 2019.
Fecha de vencimiento:	Para cada una de las Series de Bonos de que se trate, el Emisor determinará la Fecha de Vencimiento mediante un suplemento al Prospecto Informativo con no menos de tres (3) Días Hábiles antes de la Fecha de Oferta Respectiva. El pago de intereses se hará el último día de cada Periodo de Interés (cada uno, "Día de Pago"), y en caso de no ser éste un Día Hábil, entonces el pago se hará el primer Día Hábil siguiente.
Tasa de interés:	La tasa de interés será fijada por el Emisor antes de la Fecha de Oferta Respectiva y la misma podrá ser fija o variable. En caso de ser una tasa fija, los Bonos devengarán una tasa fija de interés anual que será determinada por el Emisor según sus necesidades y la demanda del mercado mediante un suplemento al Prospecto Informativo con no menos de tres (3) Días Hábiles antes de la Fecha de Oferta Respectiva.
Pago de intereses:	Los intereses serán pagaderos trimestralmente los días (30) de los meses de marzo, junio, septiembre y diciembre de cada año.
Condiciones para pago de intereses subordinados:	El emisor sólo podrá realizar el pago de intereses de los Bonos de las Serie Subordinadas siempre que cumpla con las siguientes condiciones: i) que no se haya declarado un Evento de Incumplimiento; ii) que el Emisor esté al día en el pago de intereses y capital cuando así corresponda de la Serie Senior; y iii) que se hayan perfeccionado todas las garantías correspondientes a la Serie Senior. Los intereses no pagados en un período se acumularán al capital y serán pagados al vencimiento de la Serie Subordinada.
Pago de capital:	La Fecha de Pago a capital de los Bonos será trimestral, los días treinta (30) de marzo, junio, septiembre y diciembre de cada año, hasta su Fecha de Vencimiento o hasta la cancelación total de los Bonos. Deberá ser informada por el Emisor a través del suplemento al Prospecto Informativo con no menos de tres (3) Días Hábiles de la Fecha de Oferta.
Redención Anticipada:	El Emisor podrá redimir anticipadamente los Bonos Corporativos, parcial o totalmente, de cada una de las Series o la totalidad de estas según lo estipulado en los suplementos de cada Serie, y a los precios calculados como porcentajes del Saldo Insoluto a Capital a redimir.
Fuente de pago:	El Emisor es una sociedad constituida con el único fin de servir como Emisor de los Bonos que se dedica, entre otras cosas, a extenderle facilidades de crédito a sus afiliadas, las cuales a su vez se dedican al negocio de alquiler de locales comerciales. Por tanto, el repago de los intereses y capital de esta depende de los ingresos o flujos de caja que reciban las empresas afiliadas del Emisor.
Garantías y respaldo:	Los Bonos de la Serie Senior estarán garantizados a través de un Fideicomiso Irrevocable de Garantía con Prival Trust, S.A., el cual contendrá: i) primera hipoteca y anticresis sobre una serie de Bienes Inmuebles cuyo valor de avalúo deberá cubrir en todo momento al menos el 200 % del saldo insoluto de la Serie Senior; ii) cesión irrevocable de los cánones de arrendamiento, presente y futuros derivados de los Contratos de Arrendamiento sobre los Bienes Inmuebles otorgados en garantía, los cuales tendrán que tener una Cobertura de Garantía de Flujos y Flujos Proyectados de 1.3 veces; iii) cesión de las pólizas de seguro de los Bienes Inmuebles que cubra al menos el 80 % del valor de las mejoras construidas sobre los Bienes Inmuebles; iv) cesión de las pólizas de seguro CAR con cobertura A, B, C y D por el 100 % del valor de contrato de construcción de cada Proyecto, E y F por el 20 % y G por el 10 %; v) cesión de las fianzas de cumplimiento de los Proyectos; y vi) los fondos depositados en las Cuentas Fiduciarias. Los Bonos Subordinados no cuentan con garantías y están respaldados por el crédito general del Emisor. Los fondos tendrán usos definidos en la descripción de cada Serie. Los fondos serán utilizados en forma individual o en conjunto para los siguientes usos: i) amortización de obligaciones financieras e ii) inversiones y capital de trabajo.
Uso de los fondos:	
Estructurador y Agente de Pago:	Prival Bank, S.A.
Casa de valores y puesto de bolsa:	Prival Securities, S.A.
Fiduciario:	Prival Trust, S.A.
Central de custodia:	LatinClear.

Fuente: Inmobiliaria Cervelló, S.A. / Elaboración: PCR

Emitido y en Circulación

A diciembre 2023, Inmobiliaria Cervelló, S.A. cuenta con las siguientes series garantizadas y subordinadas del Programa Rotativo de Bonos Corporativos:

Serie	Tipo de serie	Garantía	Monto	Saldo	Tasa	Fecha de emisión	Vencimiento
Serie F	Subordinados	Sin garantías	\$1,500,000	\$1,500,000	6.25%	30/03/2022	30/03/2032
Serie D	Senior	Fideicomiso	\$70,000,000	\$63,700,000	Tasa fija 5.25%	30/06/2021	30/06/2029
Serie E	Subordinados	Sin garantías	\$1,000,000	\$1,000,000	8.0%	30/06/2021	30/06/2031
Serie B	Subordinados	Sin garantías	\$2,500,000	\$2,500,000	12.5%	02/07/2019	02/07/2029

Fuente: Inmobiliaria Cervelló, S.A. / Elaboración: PCR

Cuentas Fiduciarias

Los flujos para el repago de la deuda provendrán de los alquileres cobrados por las inmobiliarias Casselberry, S.A. y Xandri, S.A. a sus arrendatarios, los cuales son cedidos de manera irrevocable al Fideicomiso de Garantía administrado por Prival Trust, S.A., el cual actúa como fiduciario:

- **Cuenta de concentración de Casselberry, S.A. y Xandri, S.A.:** En estas cuentas se depositarán todos los cánones de arrendamiento presentes y futuros cedidos irrevocable e incondicionalmente por Casselberry, S.A. y Xandri, S.A. a favor del Fiduciario, derivado de los Contratos de Arrendamiento y deberán ser depositados directamente por los arrendatarios.
- **Cuenta de pago de proyectos:** Cuenta en la cual se depositarán las sumas que instruya el Emisor al Fiduciario, que serán utilizadas para otorgar facilidades crediticias a empresas afiliadas del Emisor para la construcción y desarrollo de los proyectos, en caso de haberlos.
- **Cuenta de reserva:** Se harán aportes mensuales según la prelación de pagos para la cobertura de los próximos 3 meses de los pagos de capital más intereses que generen los Bonos.

Prelación de pagos

El Agente Fiduciario realizará los pagos en el siguiente orden:

- Pago por la suma que corresponda a las comisiones del Agente de Pago, Registro y Transferencia, del Fiduciario, y cualquier otra comisión o gasto relacionado con la Emisión.
- Pago por el monto necesario a la Cuenta de Reserva, para cumplir con el Balance Requerido (la suma equivalente al monto de los pagos que deba realizar el Emisor en concepto de capital más intereses de los Bonos emitidos y en circulación, durante los próximos 3 meses) en dicha cuenta y cubrir el monto correspondiente a la próxima Fecha de Pago.
- Pago por la transferencia a las Cuentas de Remanentes, haciendo referencia a los montos que queden en las Cuentas de Concentración, una vez se haya fondeado la Cuenta de Reserva y se hayan efectuado los pagos descritos en los puntos anteriores.

Pago del capital

Una vez transcurrido el Período de Gracia, si lo hubiese, el saldo insoluto de los Bonos de cada Serie será pagado en la forma y frecuencia que el Emisor determine. Deberá ser informado a través del suplemento al Prospecto Informativo con no menos de tres días hábiles antes de la Fecha de Oferta.

Garantía y Respaldo

Los Bonos de la Serie Senior están garantizados a través del Fideicomiso Irrevocable de Garantía con Prival Trust, S.A., como Fiduciario, Inmobiliaria Cervelló, S.A. como Fideicomitente Emisor, y las sociedades Casselberry, S.A., Xandri, S.A. y otras empresas que podrán ser agregadas en el futuro como Fideicomitentes Garantes del Fideicomiso, el cuál contendrá los siguientes bienes fideicomitados:

- Primera hipoteca y anticresis con limitación del derecho de dominio hasta por la suma de setenta y cinco millones de dólares (USD 75,000,000), constituida mediante la Escritura Pública No. 8,840 del 24 de junio de 2019, aumentaba hasta por la suma de ochenta millones de dólares (USD 80,000,000), mediante la Escritura Pública No. 5,826 del 7 de septiembre de 2020 inscrita al Registro Público sobre una serie de fincas a favor de Prival Trust, S. A. como fiduciario del Fideicomiso constituido para garantizar la Serie Senior de la Emisión Pública del Programa Rotativo de Bonos Corporativos realizada por la sociedad Inmobiliaria Cervelló, S. A.
- Cesión irrevocable a favor de Prival Trust, S.A., en su calidad de fiduciario, de los cánones de arrendamiento, presentes y futuros, derivados de los Contratos de Arrendamiento de los Bienes Inmuebles otorgados en Primera Hipoteca y Anticresis, los cuales se depositarán en las Cuentas de Concentración del Fideicomiso. En la fecha de análisis, el Fideicomiso tiene cedida la suma de B/. 1,006,167 en arrendamientos mensuales.
- Cesión de los flujos dimanantes de la liquidación de las Pólizas de Seguros de los Bienes Inmuebles emitidas por ocurrencia de un siniestro emitidas por una compañía aceptable al Agente de Pago, Registro y Transferencia y que cubra al menos el 80% del valor de las mejoras de los Bienes Inmuebles o cualesquiera otras pólizas existentes en relación con los Bienes Inmuebles.
- Cesión a favor de Prival Trust, S.A. en su calidad de Fiduciario, de las pólizas CAR ("Construction All Risk"), con coberturas A, B, C, y D por el 100 % del valor de contrato de construcción de cada uno de los Proyectos, E y F por 20 % del valor del contrato de construcción de cada uno de los Proyectos y G por el 10 % del valor del contrato de construcción de cada uno de los Proyectos, que a la fecha no se encuentran cedidas, ya que no se ha iniciado construcción en los Proyectos.
- Endoso a favor de Prival Trust, S.A. en su calidad de Fiduciario de las Fianzas de cumplimiento por el 50 % del valor de cada uno de los Proyectos, que a la fecha no se encuentran cedidas, ya que no se ha iniciado construcción de los proyectos.
- Cuentas Fiduciarias, las cuales, a la fecha de cierre del presente informe, mantenían depositada e invertida la suma total de B/. 3,805,448.

Para diciembre de 2023, el detalle de las garantías es el siguiente:

CONDICIONES DE BIENES FIDEICOMITIDOS A DICIEMBRE DE 2023			
Garantía	Monto	Condición	Cobertura
Primera hipoteca y anticresis sobre una serie de Bienes Inmuebles que represente el 200% del saldo insoluto de la serie Senior.	B/ 171,726,000	El valor de avalúo de los Bienes Inmuebles deberá cubrir en todo momento al menos el 200 % del saldo insoluto de la Serie Senior. (\$63,700,000)	2.7 veces
Cesión irrevocable de los cánones de arrendamiento, presente y futuros de ser necesario, derivados de los Contratos de Arrendamiento sobre los Bienes Inmuebles otorgados en garantía.	Flujos mensuales de los Contratos de Arrendamiento: B/. 1,006,167	Deberán tener una Cobertura de Garantía de Flujos Proyectados de 1.3 veces.	1.6 veces
Cesión de las pólizas de seguro de los Bienes Inmuebles.	B/. 101,378,426	Deben cubrir al menos el 80 % del valor de las mejoras construidas sobre los Bienes Inmuebles. El cálculo se realizó con el total del valor de mejoras sobre las fincas del emisor.	N/A De acuerdo con disposiciones regulatorias, las pólizas de seguro no pueden considerarse como activos ya que son garantías que únicamente pueden ejecutarse cuando ocurra un siniestro.
Cesión de las pólizas de seguro CAR.	B/. 0.00	Cobertura A, B, C y D por el 100 % del valor de contrato de construcción de cada Proyecto, E y F por el 20 % y G por el 10 %.	N/A, no se han iniciado trabajos en los proyectos.
Cesión de las fianzas de cumplimiento de los Proyectos.	B/. 0.00	Endoso de las fianzas de cumplimiento por el 50 % del valor de cada uno de los proyectos.	N/A, no se han iniciado trabajos en los proyectos.
Cuentas Fiduciarias.	B/. 3,805,448	Depositado e invertido.	N/A.

Fuente: Inmobiliaria Cervelló, S.A. / Elaboración: PCR

Condiciones de los Contratos de Arrendamiento

Los Contratos de Arrendamiento vigentes deberán cumplir en todo momento con las siguientes condiciones:

- Los Contratos deberán tener un plazo igual o mayor al plazo de la respectiva Serie de los Bonos de la Serie Senior que estén garantizando.
- Los Contratos de Arrendamiento deberán contener cláusulas de aumentos, a requerimiento del Agente de Pago, Registro y Transferencia.
- No podrán ser modificados en cuanto a plazos, cánones o penalidades, sin la previa autorización del Fiduciario.
- Los Contratos de Arrendamiento deberán de contener cláusulas que no prohíban la terminación anticipada del contrato, siempre que los arrendatarios se encuentren al día en sus pagos, que el Emisor cumpla con la Cobertura de Garantías y que los Cedentes soliciten la autorización previa del Fiduciario. De cancelarse algunos de los contratos antes del plazo estipulado en cada uno, y sólo si el Emisor así lo requiere para cumplir con la Cobertura de Garantías, previa autorización del Fiduciario, el arrendatario y los Cedentes deberán reemplazar el contrato por otro igual o mayor valor económico, y de no reemplazarlo en un plazo máximo de 90 días, pagar una penalidad, de acuerdo a lo siguiente: (i) entre el año 3 y 5, una penalidad equivalente al canon de arrendamiento remanente en el contrato hasta el quinto año, con un mínimo de 12 meses de arrendamiento y (ii) durante los años 6 al 10, una penalidad equivalente a los cánones de arrendamiento correspondientes a 12 meses siguientes a la fecha de cancelación anticipada. Los fondos pagados en concepto de penalidades serán depositados por los Cedentes en la Cuenta de Reserva hasta que dicho bien sea arrendado nuevamente con un contrato de igual o mayor valor económico en cuyo caso los fondos serían parcial o totalmente devueltos al Emisor. Esta penalidad no aplicaría si el Emisor vende las propiedades arrendadas o recibe fondos en concepto de pólizas de seguro, que conlleve a la cancelación de los contratos antes del plazo estipulado y redime parcial y anticipadamente los Bonos producto de dicha venta.
- Los Contratos de Arrendamiento deberán incluir penalidades por cuotas atrasadas.
- Los Contratos deberán especificar que todos los gastos de mantenimiento, administrativos, de impuestos y otros relacionados con los bienes arrendados sean cubiertos por el arrendatario o por el arrendador.
- Los Contratos de Arrendamiento deberán incluir cualesquiera otras cláusulas usuales para este tipo de contratos y que sean requeridas por el Agente de Pago, Registro y Transferencia.

Redención anticipada

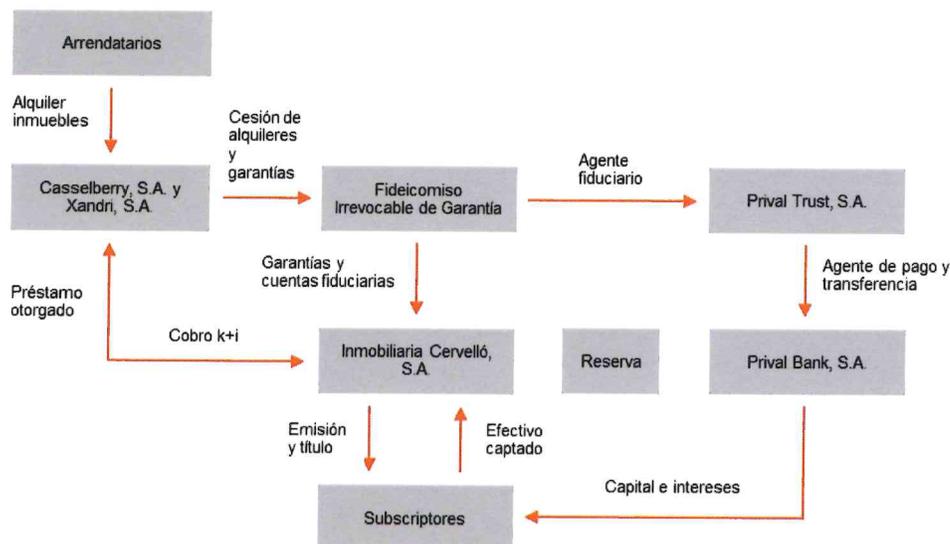
El emisor podrá redimir anticipadamente los bonos a su entera discreción, parcial o totalmente, de cada una de las Series o la totalidad de estas según lo estipulado en los Suplementos al Prospecto Informativo de cada Serie. No habrá penalidad para las redenciones parciales y totales de cada una de las Series de los Bonos. Dicho pago se hará prorata a todos los Tenedores Registrados de la Emisión. En caso de que el Emisor decida redimir en forma anticipada parcial o totalmente los bonos de una de las Series o la totalidad de las mismas, así lo comunicará a los Tenedores Registrados, mediante un aviso con no menos de treinta (30) días calendario de anterioridad a la Fecha de Redención

Anticipada, mediante publicación por dos (2) días consecutivos en un periódico de amplia circulación en la República de Panamá, con indicación del monto de los Bonos a ser redimidos y la Fecha de Redención Anticipada.

Estructura de la Transacción

Inmobiliaria Cervelló obtiene sus ingresos a través del pago realizado por las compañías relacionadas, que, a su vez, obtienen sus ingresos del arrendamiento de bienes inmuebles, que luego son cedidos al Fideicomiso Irrevocable de Garantía que incluye cuentas fiduciarias, cánones de arrendamiento, pólizas de seguro y primera hipoteca de anticresis sobre bienes inmuebles, el cual está manejado por Prival Trust, S.A. Dichos ingresos son utilizados para el pago a capital e intereses de los bonos o en dado caso, como garantía para la cobertura del saldo insoluto de los bonos.

FLUJO DE TRANSACCIÓN DE EMISIÓN



Fuente: Inmobiliaria Cervelló, S.A. / Elaboración: PCR

Proyecciones Financieras

Inmobiliaria Cervelló, S.A. realizó proyecciones para un periodo de 7 años, en donde los ingresos procederán principalmente de los ingresos por intereses sobre préstamos, representando en promedio el 93.5% de la totalidad de estos, y en menores proporciones por los ingresos por servicios administrativos con el 6.5% restante. Por su parte, en los gastos generales y administrativos, los costos por amortización de gastos de emisión, honorarios por servicios de auditoría, depreciación de bienes muebles y otros gastos de operación se mantuvieron constantes en todas las proyecciones. Los únicos gastos que mostraron variaciones fueron los honorarios por servicios de administración. Los gastos generales se desglosan principalmente en: amortización de gastos de emisión (43.9%), honorarios por servicios de administración (27.3%), y otros gastos de operación (22.4%). El porcentaje restante corresponde a los gastos por depreciación de bienes inmuebles y honorarios por servicios de auditoría.

PROYECCIONES FINANCIERAS

Estado de Resultados en miles de B/.	2023 R	2023 P	2024 P	2025 P	2026 P	2027 P	2028 P	2029 P
Ingresos	4,414	4,246	4,190	4,211	4,208	4,187	4,175	3,168
Ingresos por servicios administrativos	322	278	274	276	275	274	273	207
Ingresos por intereses sobre préstamos	4,023	3,968	3,916	3,936	3,933	3,913	3,902	2,960
Otros ingresos	68	-	-	-	-	-	-	-
Gastos generales y administrativos	(119)	(130)	(131)	(133)	(134)	(135)	(137)	(138)
Amortización de gastos de emisión	(57)	(59)	(59)	(59)	(59)	(59)	(59)	(59)
Depreciación de bienes muebles	(0)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
Honorarios por servicios de administración	(57)	(32)	(34)	(35)	(37)	(38)	(39)	(41)
Honorarios por servicios de auditoría	-	(9)	(9)	(9)	(9)	(9)	(9)	(9)
Otros gastos de operación	(5)	(30)	(30)	(30)	(30)	(30)	(30)	(30)
Otros ingresos (gastos)	(4,023)	(3,968)	(3,916)	(3,936)	(3,933)	(3,913)	(3,902)	(2,960)
Gastos de intereses bonos	(4,023)	(3,968)	(3,916)	(3,936)	(3,933)	(3,913)	(3,902)	(2,960)
Utilidad antes del impuesto sobre la renta	272	148	143	143	141	139	136	69
Impuesto sobre la renta	(51)	(37)	(36)	(36)	(35)	(35)	(34)	(17)
Utilidad neta fiscal	220	111	107	107	106	104	102	52
EBITDA	4,352	4,175	4,118	4,138	4,133	4,110	4,097	3,088

Fuente: Inmobiliaria Cervelló, S.A. / Elaboración: PCR

Como consecuencia de lo anterior, las proyecciones generan un EBITDA promedio anual de B/. 4.0 millones. Por otra parte, los gastos de los intereses de los bonos presentan una disminución promedio en los años proyectados de (-4.3%). Por su parte, la utilidad antes de impuestos exhibió una reducción promedio de (-9.6%), debido a la reducción de los ingresos tanto por servicios administrativos como por intereses sobre préstamos y aunado con el leve aumento de los gastos generales y administrativos. En consecuencia, de la variación antes mencionada, la utilidad neta mostró de igual forma una tendencia a la baja, siendo en promedio (-9.6%).

A la fecha de análisis, los ingresos de la entidad se ubicaron 3.8% por encima de lo proyectado, debido tanto a mayores ingresos por servicios administrativos como a un mayor nivel de ingresos por intereses sobre préstamos. Asimismo, los gastos generales y administrativos fueron 9.1% menores a los esperados; sin embargo, los gastos por intereses de los bonos superaron levemente las proyecciones en 1.4%. Como resultado, la utilidad antes de impuestos fue 54% mayor a la esperada. En cuanto el impuesto sobre la renta, este fue 27.8% superior a la proyección; sin embargo, la utilidad neta mostró una variación de 49.7% superior a la proyección, lo que demuestra una adecuada gestión por parte de la entidad, superando las estimaciones del año analizado. Además, el EBITDA fue 4.1% mayor que la proyección, lo cual se considera, de igual forma, un resultado adecuado en comparación con las estimaciones.

A pesar de que los gastos financieros a la fecha de análisis se situaron por encima de las estimaciones, el mayor EBITDA respecto a la proyección permitió que la cobertura sobre gastos financieros fuera 0.3 p.p superior a la proyección del mismo año analizado, totalizando 1.1 veces. Este valor se mantiene por encima del promedio de todos los años proyectados, demostrando ser adecuado al superar las estimaciones y al posicionarse por encima de una (1) vez. Por su parte, la cobertura promedio del servicio de la deuda se ubica en valores similares al no ser tan representativo la amortización de capital, exhibiendo el mismo comportamiento en cuanto al año analizado y las estimaciones de este. Por lo tanto, a lo largo de la emisión, el promedio de cobertura sobre los gastos financieros al estar por encima de 1, indica que Inmobiliaria Cervelló cuenta con una adecuada capacidad de pago de intereses sobre la deuda.

INDICADORES DE COBERTURA

	2023 R	2023 P	2024 P	2025 P	2026 P	2027 P	2028 P	2029 P
EBITDA	4,352	4,175	4,118	4,138	4,133	4,110	4,097	3,088
Gastos financieros	(4,023)	(3,968)	(3,916)	(3,936)	(3,933)	(3,913)	(3,902)	(2,960)
Amortización de capital	57	59	59	59	59	59	59	59
EBITDA/ Gastos Financieros	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.0
Cobertura de Servicio sobre la Deuda	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0

Fuente: Inmobiliaria Cervelló, S.A. / Elaboración: PCR

BALANCE GENERAL

Balance General Inmobiliaria Cervelló, S.A. (Miles de B/.)	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23
Activo					
Activo corriente	2,486.0	4,319.4	3,330.2	6,275.3	8,370.1
Efectivo y bancos	143.0	79.8	279.0	105.1	363.1
Fondos en Fideicomisos	1,216.5	1,700.4	943.1	1,942.0	3,805.4
Prestamos por cobrar partes relacionadas	1,125.0	2,531.3	2,100.0	4,200.0	4,200.0
Impuesto pagado por anticipado	1.5	8.0	8.2	28.2	1.6
Activo no corriente	79,510.5	76,724.1	73,548.7	68,718.5	64,400.2
Préstamos por cobrar, partes relacionadas	78,290.2	75,758.9	71,815.2	67,615.2	63,415.2
Cuentas por cobrar, partes relacionadas	1,220.1	965.1	1,732.9	1,102.9	984.6
Otros activos	0.3	0.1	0.6	0.5	0.4
Total Activo	81,996.5	81,043.5	76,878.9	74,993.8	72,770.3
Pasivo					
Pasivo corriente	1,181.7	2,569.5	2,139.9	4,224.2	6,271.2
Bonos por pagar a corto plazo	1,125.0	2,531.3	2,100.0	4,200.0	4,200.0
Cuentas por pagar proveedores	0.9	-	-	0.7	-
Impuestos acumulados por pagar	55.8	38.2	39.9	23.5	2,071.2
Pasivo no corriente	80,330.3	78,216.8	74,670.8	70,541.0	66,382.7
Bonos por pagar a largo plazo	78,799.6	76,330.9	72,467.1	68,328.2	64,185.0
Cuentas por pagar entre partes relacionadas	1,530.7	1,885.9	2,203.7	2,212.7	2,197.7
Total Pasivo	81,511.9	80,786.3	76,810.7	74,765.1	72,653.8
Patrimonio					
Capital social común	50.0	50.0	50.0	49.8	49.8
Utilidad (déficit) acumulado	434.6	207.3	18.2	178.9	66.6
Total Patrimonio	484.6	257.3	68.2	228.7	116.5
Pasivo + patrimonio	81,996.5	81,043.5	76,878.9	74,993.8	72,770.3

Fuente: Inmobiliaria Cervelló, S.A. / Elaboración: PCR

ESTADO DE RESULTADOS

Estado de Ganancias y Pérdidas (miles de B/.)	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23
Ingresos	6,342.1	5,328.3	6,387.4	4,548.1	4,413.8
Ingresos por intereses sobre préstamos	4,978.8	4,919.6	4,507.3	4,205.1	4,023.2
Ingresos por servicios	1,028.5	380.5	820.3	316.9	322.2
Ganancia en valores negociables	334.7	-	1,034.7	-	-
Intereses ganados en cuenta de ahorro	0.0	28.3	25.1	26.1	68.4
Gastos	5,755.4	5,078.4	5,101.6	4,334.7	4,142.3
Gastos por intereses	4,978.8	4,919.6	4,507.3	4,205.1	4,023.2
Amortización del gasto de emisión de bonos	712.1	62.5	529.1	68.5	56.8
Honorarios profesionales	52.7	85.1	58.6	59.0	57.0
Depreciación	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
Mantenimiento y reparaciones	-	-	-	-	0.1
Otros gastos de operación	11.6	11.1	6.5	2.0	5.0
Utilidad bruta	586.6	249.9	1,285.9	213.5	271.5
Utilidad operativa	586.6	249.9	1,285.9	213.5	271.5
Impuesto sobre la renta	70.1	62.1	81.0	52.8	51.2
Utilidad neta	516.5	187.7	1,204.9	160.7	220.3

Fuente: Inmobiliaria Cervelló, S.A. / Elaboración: PCR

INDICADORES FINANCIEROS

INDICADORES DE RENTABILIDAD	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23
ROA	0.6%	0.2%	1.6%	0.2%	0.3%
ROE	106.6%	73.0%	1767.6%	70.3%	189.2%
INDICADORES DE LIQUIDEZ	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23
Capital de trabajo	1,304	1,750	1,190	2,051	2,099
Liquidez corriente	2.10	1.68	1.56	1.49	1.33
Activo corriente	2,486	4,319	3,330	6,275	8,370
Pasivo corriente	1,182	2,569	2,140	4,224	6,271
INDICADORES DE ENDEUDAMIENTO Y SOLVENCIA	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23
Solvencia (activo / pasivo)	100.6%	100.3%	100.1%	100.3%	100.2%
Endeudamiento (Pasivo/Activo)	99.4%	99.7%	99.9%	99.7%	99.8%
Patrimonio/ Activo	0.6%	0.3%	0.1%	0.3%	0.2%
Patrimonio/ Pasivo	0.6%	0.3%	0.1%	0.3%	0.2%
Endeudamiento Patrimonial	168	314	1,127	327	624
Deuda L/P	80,331	78,217	74,671	70,542	66,383
Deuda Financiera/Patrimonio	162.6	296.7	1,063.1	298.8	551.1
Deuda / EBITDA	13.0	15.4	12.1	16.7	16.7
EBITDA/ Gastos Financieros	1.3	1.1	1.4	1.1	1.1
Gastos financieros	4,979	4,920	4,507	4,205	4,023
EBITDA	6,278	5,232	6,322	4,487	4,352

Fuente: Inmobiliaria Cervelló, 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.