

Panamá, 23 de junio de 2023.

Señores
TENEDORES INDIRECTOS
Ciudad.

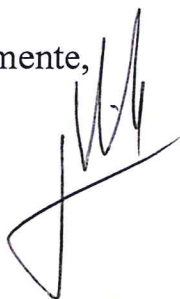
Referencia: Calificación de Riesgo – Inmobiliaria Cervello, S.A.

Estimados Señores:

Por este medio Inmobiliaria Cervello, S.A., y en referencia a la emisión pública del Programa Rotativo de Bonos Corporativos de Inmobiliaria Cervello, 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. 46/2023

Informe con EEFF auditados al 31 de diciembre de 2022

Fecha de comité: 09/06/2023

Periodicidad de actualización: anual

Sector Inmobiliario / Panamá

Equipo de Análisis

Gamaly Tejada
gtejada@ratingspcr.com

José Ponce
jponce@ratingspcr.com

(502) 6635-2166

HISTORIAL DE CALIFICACIONES

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

La calificación de Inmobiliaria Cervelló, S.A. se fundamenta a partir de los ingresos derivados del arrendamiento generado por las empresas afiliadas que, a su vez, actúan como garantes de los bonos senior emitidos y que proyectan un desempeño financiero apropiado para hacer frente al repago de la deuda. Por su parte, la calificación se ve limitada por los niveles de liquidez y sus altos niveles de endeudamiento y la ajustada cobertura sobre la deuda.

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 en niveles de liquidez. A la fecha de análisis, los activos líquidos de Inmobiliaria Cervelló, S.A. se situaron en B/. 6.3 millones, los cuales tuvieron crecimiento a la fecha del análisis, derivado al aumento en el rubro de los préstamos por cobrar entre partes relacionadas, así como de Fondos en Fideicomisos. De esta manera, la compañía registro una leve disminución en los niveles de liquidez, pasando de 1.6 veces del año anterior, a 1.5 veces en diciembre de 2022, a pesar de la disminución en el indicador, cuentan con liquidez suficiente para cumplir con sus obligaciones de más corto plazo, y generando un capital de trabajo positivo de B/. 2.05 millones (diciembre 2021: B/. 860.8 miles), y a pesar de su reducción los niveles de liquidez se consideran adecuados.

Altos niveles de solvencia y endeudamiento. Inmobiliaria Cervelló, S.A. reflejó un nivel de solvencia (activo total / pasivo total) de 100.3%, mostrando un leve incremento de 0.2 p.p. respecto a diciembre de 2021, debido a que los activos (-2.5%) disminuyeron en menor proporción interanualmente que los pasivos (-2.7%). Asimismo, el endeudamiento patrimonial, para diciembre de 2022, registró una baja considerable, posicionándose en 3.3 veces (diciembre 2021: 11.3 veces), 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.

Proyección del flujo neto. Respecto a los ingresos destinados para las cuentas del fideicomiso provenientes de las compañías relacionadas, estas reflejaron una cobertura promedio en cuanto a los gastos financieros de 1.04 veces, así mismo, para la fecha de análisis la cobertura se ubicó en 1.02 veces, siendo parecido al el valor proyectado tanto de cobertura sobre gastos financieros 1.05 y la cobertura del pago de la deuda de 1.04, ya que los ingresos a la fecha de análisis fueron superiores así como los gastos financieros, esto indica que Inmobiliaria Cervelló cuenta con la capacidad de pago de intereses sobre la deuda.

Constitución de Garantías. 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.

Adecuados flujos de ingresos proyectada. Inmobiliaria Cervelló, S.A. presentó ingresos totales de B/. 4.5 millones, mayores a los proyectados, lo cual totalizó en una utilidad neta de B/. 161 mil, siendo mayor a las proyecciones, mejorando el margen operativo con un valor de 4.7%, regresando a los niveles promedio de los últimos periodos, el mismo está calculado respecto a la utilidad neta sobre los ingresos totales. Asimismo, para la fecha de análisis se presentó un EBITDA de B/. 4.5 millones, colocándose por encima al valor esperado para el cierre de 2022 derivado a mayores ingresos, como consecuencia de las alzas en los ingresos por servicios e intereses por préstamos, mostrando estar alineado a sus 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 2015 a diciembre 2022,
- **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): i) Existe el riesgo latente por los conflictos geopolíticos entre Rusia y Ucrania que puedan afectar los precios de materias primas y la cadena de suministros a nivel global ii) 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.

Hechos de Importancia

- El 30 de octubre 2022 mediante acta de sesión extraordinaria de la junta de accionistas de Inmobiliaria Cervelló, S. A., aprobaron la recompra de las acciones que conforman el capital social de Inmobiliaria Cervelló, S. A. por 1.65 acciones a valor nominal de US\$226.00. A favor de Xiomara Del Carne Grande Barletta, José Emiliano Smith Salgueiro, Carlos Ramón Smith Salgueiro, Inversiones Loijo, S. A., Inversiones Ridavi, S. A., Fundación Marciely, Fundación Valri, Fundación Rodaja, Edgar Luis Riba Peñalba.

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 puede 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 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 dirigen 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 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 lograr 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 continúe 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

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 Sana 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

¹ Actualizado por medio de nuestra encuesta ESG en diciembre 2020.

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	37 años
Jorge P. Riba Baca	Vicepresidente	Finanzas y administración de empresas	10 años
Javier Eduardo Riba Peñalba	Secretario	Ingeniería mecánica	40 años
Rodrigo José Riba González	Tesorero	Ingeniería industrial y sistemas	10 años
María Lorena del Carmen Riba Navarro	Vocal	Gestora de cultura	35 años
Nuria Elena Riba Vergara de García	Vocal	N/E	24 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

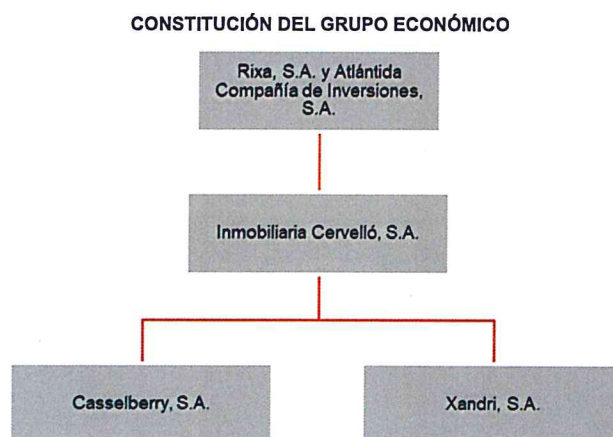
Inmobiliaria Cervelló, S.A. es miembro de un grupo de empresas que tienen administración conjunta, que ejercen influencia en las decisiones administrativas y de operaciones de todas las empresas relacionadas y, por lo tanto, ciertas transacciones entre el grupo reflejan intereses comunes. La compañía no cuenta directamente con personal y las funciones administrativas son realizadas por los ejecutivos de Constructora Xandri, S. A.² El capital social está compuesto por 500 acciones comunes con valor nominal de USD 100 cada una, en octubre 2022 se realizó la recompra de 1.65 acciones por US\$225.99 quedando un capital pagado al 31 de diciembre de 2022 de \$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.	49.84%
Atlántida Compañía de Inversiones, S.A.	49.84 %

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

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.

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.

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.	Transistmica, 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, Transistmica	10 años	jul-19	jul-29
Xandri, S.A.	Delirys, S.A.	Costa del Este, Majagual, Transistmica	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

³ Actualizado por medio de nuestra encuesta ESG en diciembre 2020.

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

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

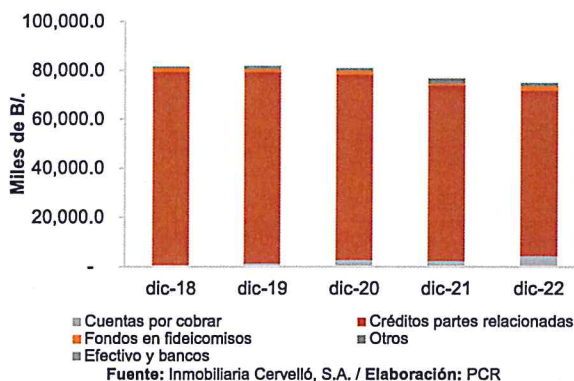
Activos

Para diciembre de 2022, los activos de Inmobiliaria Cervelló, S.A. totalizaron B/. 74.9 millones (diciembre 2021: B/. 76.9 millones), presentando un decremento interanual de B/. 1.9 millones (-2.5%), esto se debe a que el activo corriente tuvo un incremento de B/ 2.9 millones (+88.4%) producto del aumento en préstamos por cobrar entre partes relacionadas debido a la reclasificación de porción corriente, aunado el aumento de los Fondos de Fideicomisos B/. 998.9 miles (+1.1 veces) respectivamente, derivado de las cuentas corrientes 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 de Panamá, 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 presento una disminución de B/ 173.9 miles (-62.3%), lo cual se debió a la disminución de la facturación por servicios administrativos.

Po su parte el activo no corriente totalizó B/ 68.7 millones, teniendo una disminución de B/4.8 millones (-6.6%) producto de la disminución de los préstamos por cobrar entre partes relacionada corto plazo B/ 4.2 millones (-5.8%), lo cual se debió a la reclasificación de la Proción corriente (B/ 2.1 millones), así como de la disminución del saldo de los préstamos de Casselberry, S. A. (-2.96%) y Xandri, S. A. (-2.68%), por su parte las cuentas por cobrar entre partes relacionadas B/ 630 mil (-36.4%).

Los activos no corrientes representaron el 91.6% del total de los activos donde los préstamos por cobrar entre partes relacionadas, que totalizan B/. 67.6 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



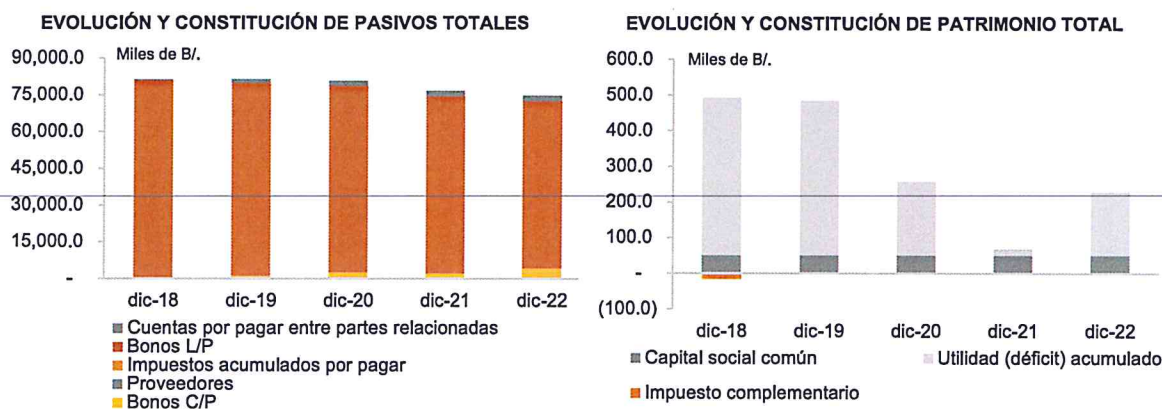
Pasivos y Patrimonio

Para el segundo semestre de 2022, los pasivos totales de Inmobiliaria Cervelló, S.A. se ubicaron en B/. 74.8 millones, mostrando una disminución de B/ 2.0 millones (-2.7%), debido principalmente al decremento presentado en los bonos por pagar a largo plazo en B/. 4.1 millones (-5.7%), lo cual se vio mermado por el aumento en bonos por pagar a corto plazo los cuales tuvieron un aumento de B/. 2.1 millones (+100%) lo cual corresponde a la porción corriente de los bonos por pagar; la disminución en los bonos se deriva principalmente derivado de la menor cantidad de monto autorizado en la redención anticipadas de las series D y a la redención anticipada total de la Serie Senior C por B/ 1.5 millones. Adicional emitieron la serie F que vence en 2032 por un monto de B/ 1.5 millones, los fondos fueron utilizados para capital de trabajo y para otros usos generales. Por su parte las cuentas por pagar entre partes relacionadas se mantuvieron estable situándose en B/. 2.2 millones, teniendo un aumento de B/ 9 miles (+0.4%) reflejó un incremento a la fecha de análisis en los pasivos, producto de la reserva de intereses con Casselberry, S.A. y Xandri, S.A.

Por su parte, el patrimonio de la entidad totalizó B/. 228.7 miles, teniendo un incremento de B/. 160.5 miles (-2.4 veces) respecto a la misma fecha del periodo anterior (diciembre 2021: B/. 68.1 miles), dicho crecimiento

fue producto del aumento de las utilidades acumuladas en B/ 160.7 miles (8.8 veces), situándose en B/. 178.9 miles, mostrando un aumento debido a que a diciembre 2021 realizaron distribución de dividendos a causa de que se generó una ganancia considerable en prima, producto de la emisión de la serie D, por lo cual las utilidades del periodo de 2021 incrementaron notablemente.

A diciembre 2022, este rubro representó el 78.2% del total del patrimonio, mientras que el capital social común correspondió al 21.8% restante, y totalizó B/. 49.8 miles, teniendo una recompra de acciones por B/. 165; 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.

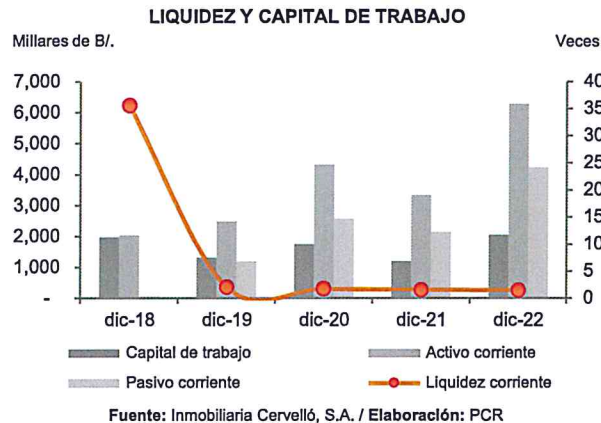


Liquidez y Flujo de Efectivo

Para mitigar el riesgo de liquidez y flujo de efectivo, 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/. 6.3 millones (diciembre 2021: B/. 3.3 millones), presentando un crecimiento de B/. 2.9 millones (88.4%), lo cual se debió al crecimiento en el rubro de Prestamos por cobrar entre partes relacionadas B/ 2.1 millones (+100%) por reclasificación de la porción corriente, aunado el aumento de los Fondos en Fideicomisos B/ 998 miles (+1.06 veces), así mismo los impuestos pagados por anticipo aumentaron 2.5 veces (B/ 20.0 miles), por su parte el efectivo presentó una disminución de B/ 173.8 miles (-62.3%). En el fideicomiso se constituyó una cuenta de reserva con el propósito de mantener los fondos necesarios para cubrir el pago de capital más intereses de los bonos emitidos y en circulación para los próximos 3 meses.

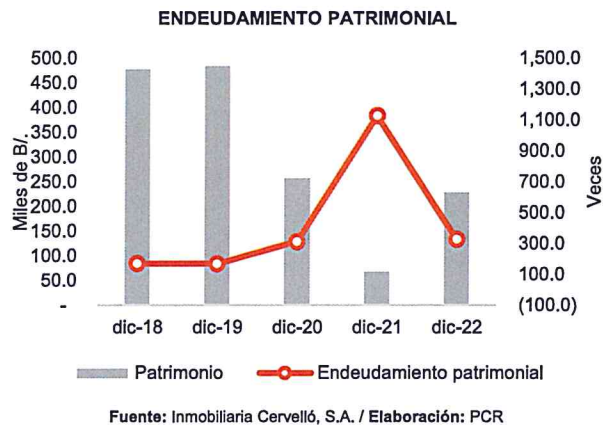
Asimismo, los pasivos a corto plazo totalizaron B/. 4.2 millones, generando un crecimiento de B/. 2.1 millones (+97.4%) respecto a la misma fecha del año anterior (diciembre 2021: B/. 2.1 millones), debido al aumento en la proporción corriente de la emisión de los bonos por pagar totalizando B/. 2.1 millones en la fecha de análisis. 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.

De esta manera, la compañía registro una disminución característica en los niveles de liquidez, y para la fecha de análisis se observó una disminución interanual, pasando de 1.6 veces en diciembre de 2021, a 1.5 veces en diciembre de 2022, manteniéndose en disminución en los últimos 4 periodos, sin embargo, la liquidez se muestra suficiente para cumplir con sus obligaciones de más corto plazo, no se limita su capacidad de pago y genera un capital de trabajo positivo, asimismo cuentan 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 100.3%, mostrando un leve incremento de 0.2 p.p. respecto a diciembre de 2021, debido a que los activos (-2.5%) disminuyeron en menor proporción interanualmente que los pasivos (-2.7%). Asimismo, el endeudamiento patrimonial, para diciembre de 2022, mostró una disminución posicionándose en 3.3 veces (diciembre 2021: 11.3 veces), esto se debe a que el patrimonio tuvo una recuperación de B/ 160.5 mil (-2.4 veces), aunado a la disminución del total de pasivos B/ 2.04 millones (-2.7%). 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.



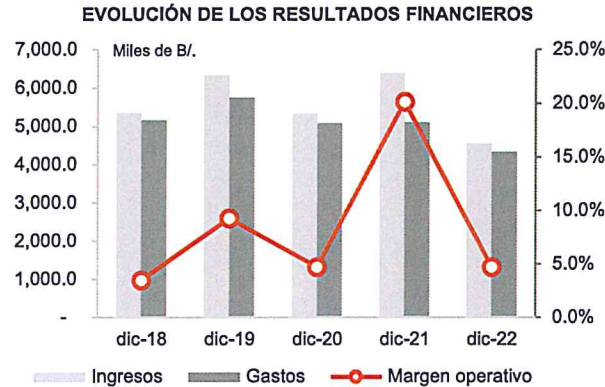
Resultados Financieros

Para el 31 de diciembre de 2022, los ingresos de Inmobiliaria Cervelló, S.A. se situaron en B/. 4.5 millones, presentando una reducción de B/. 1.8 millones (-28.8%) respecto a diciembre de 2021 (B/. 6.4 millones), lo cual se debe a la disminución en la ganancia en valores negociables, derivado que en 2021 se realizaron nuevas emisiones de los bonos, a la fecha del análisis no se reflejaron movimientos. Aunado a la disminución de ingresos por servicios en B/. 503.5 miles (-61.4%) esta disminución se debió a que la Inmobiliaria Cervelló en 2021 trasladó a gasto el total de los gastos de emisión de la serie A, por los ingresos por intereses sobre préstamos, de las transacciones con estas partes relacionadas presentaron un decremento de B/. 302 miles (-6.7%).

Asimismo, los egresos de la compañía totalizaron B/. 4.3 millones (diciembre 2021: B/. 5.1 millones), generando una disminución interanual de B/. 766.9 miles (-15.0%), debido principalmente a la disminución de B/. 460.6 miles en la amortización del gasto de emisión de bonos, la cual se situó en B/. 68.5 miles, para diciembre de 2022. Por su parte, se presentó una contracción en los restantes rubros de gastos, principalmente en los gastos por intereses en B/.302 miles (-6.7%).

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.

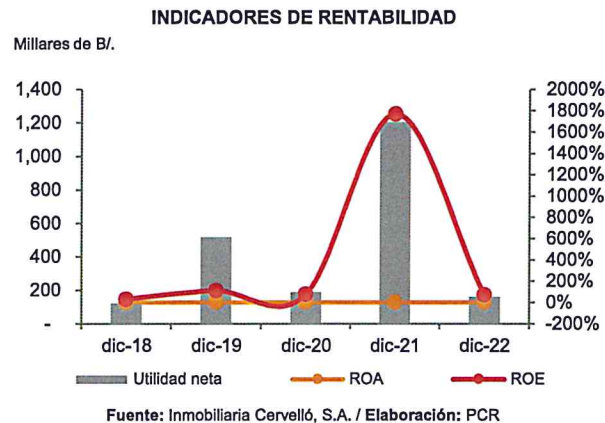


Como consecuencia de lo anterior, la utilidad neta de Inmobiliaria Cervelló, S.A. registró un monto total de B/ 213 miles, reflejando una reducción significativa de B/ 1.1 millones (-83.4%). Lo anterior es producto de que en el periodo no mostraron ganancias en valores negociables, por lo cual, el margen operativo se situó en 4.7% regresando a los niveles mostrados históricamente 5.8% (diciembre 2021: 20.1%). 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 decremento derivado a que en este periodo las utilidades disminuyeron con relación al año anterior en el cual mostraron un crecimiento atípico, mostrando en este periodo mantenerse dentro del promedio histórico, posicionándose en B/ 169 miles; por su parte los activos tuvieron una disminución de B/ 1.8 millones, y el patrimonio tuvo crecimiento de B/ 160 miles. De esta manera, el indicador de rentabilidad sobre los activos se posicionó en 0.2% (diciembre 2021: 1.6%), y se encuentra muy por encima de su promedio histórico (ROA: 0.6%), esto se debe al aumento de activos (+2.5%) y la disminución de la utilidad del ejercicio en relación con el año anterior, en el cual tuvieron ganancias por valores negociables. Por su parte, el indicador de rentabilidad sobre el patrimonio se ubicó en 70.3% (diciembre 2022: 1767.6%) situándose dentro de los niveles históricos (ROE: 68.4%), teniendo una rentabilidad sobre patrimonio adecuada a diciembre 2022, mostrando un adecuado uso de patrimonio sobre utilidades.

Los valores atípicos son consecuencia del ingreso atípico registrado de la ganancia de valores negociables de la Serie Senior D, ya que al comparar su registro histórico de los últimos 5 años en esta cuenta solo se contaba con un registro de un ingreso en diciembre de 2019 por B/334.7 miles y a la fecha de análisis este ingreso supera el millón de balboas y a la fuerte disminución en el Patrimonio a causa de la distribución de dividendos.



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 Período 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.
Uso de los fondos:	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.
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 2022, Inmobiliaria Cervelló, S.A. contaba con las siguientes series garantizadas y subordinadas del Programa Rotativo de Bonos Corporativos:

Tipo	Vencimiento	2022	2021	2020	2019
Serie Senior D (2020: Serie A)	2029	B/ 67,900,000	B/. 70,000,000	B/. 73,875,000	B/. 75,000,000
Serie Senior C	2024	-	B/. 1,500,000	B/. 3,000,000	B/. 3,000,000
Serie Subordinada B	2029	B/ 2,500,000	B/. 2,500,000	B/.2,500,000	B/. 2,500,000
Serie Subordinada E	2031	B/ 1,000,000	B/. 1,000,000	-	-
Serie Subordinada F	2032	B/ 1,500,000	-	-	-
Gastos de emisión de bonos		B/ (371,780)	B/. (432,877)	B/. (512,893)	B/. (575,418)
Total		B/ 72,528,220	B/. 74,567,123	B/. 78,862,107	B/. 79,924,582

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 USD 996,205 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 USD 1,941,994.

Para diciembre de 2022, las garantías cedidas al Fideicomiso cumplen con el mínimo de cobertura, según las condiciones de cobertura de cada bien fideicomitado:

CONDICIONES DE BIENES FIDEICOMITIDOS A DICIEMBRE DE 2022

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.	USD 165,866,000	El valor de avalúo de los Bienes Inmuebles deberá cubrir en todo momento al menos el 200 % del saldo insoluto de la Serie Senior. El cálculo se realizó con el total de lo emitido y en circulación de dichas series (USD 72.5 millones).	228%
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 anuales de los Contratos de Arrendamiento: USD 12,004,272.28	Deberán tener una Cobertura de Garantía de Flujos Projectados de 1.3 veces. El cálculo se realizó con el total de los pagos de intereses y abonos de capital de los Bonos de los próximos 12 meses (USD 7,730,194.80).	1.55 veces
Cesión de las pólizas de seguro de los Bienes Inmuebles.	USD 97,354,669.99	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 a 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.	USD 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.	USD 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.	USD 1,941,994	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 mínimo de 10 años.
- 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.

Uso de los Fondos

Los fondos, producto de la colocación de los Bonos, tendrán los usos definidos en la descripción de cada Serie. Estos serán utilizados de forma individual o en conjunto para los siguientes usos: i) repago de emisiones vigentes y futuras e, ii) inversiones y de capital de trabajo y iii) recursos líquidos para capital de trabajo. De esta manera, según los suplementos al prospecto informativo, se muestran la utilización y especificación de las series emitidas, en el siguiente cuadro:

TERMINOS Y CONDICIONES DE LAS SERIES

Especificaciones:	Serie F	Serie D	Serie E	Serie C	Serie B
Tipo de instrumento:	Bonos Corporativos Subordinados.	Bonos Corporativos Senior.	Bonos Corporativos Subordinados.	Bonos Corporativos Senior.	Bonos Corporativos Subordinados
Monto en circulación:	USD 1,500,000	USD 70,000,000	USD 1,000,000	USD 1,500,000	USD 2,500,000
Tasa de interés:	Tasa fija de 6.25%	Tasa fija de 5.25%	Tasa de interés fija de 8 %.	Tasa de interés fija de 6.25 %	Tasa de interés fija de 12.5%
Plazo de la serie:	10 años.	8 años.	10 años.	5 años.	10 años.
Fecha de emisión:	Mar-22	Jun-21	Jun-21	dic-19	Jul-19
Pago de intereses:	Trimestralmente.	Trimestralmente.	Trimestralmente.	Trimestralmente.	Trimestralmente.
Pago de capital:	En vencimiento, sujeto a la prelación de pagos de la serie Senior.	Sujeto a periodo de gracia en el primer año, amortización variable.	En vencimiento, sujeto a la prelación de pagos de la serie Senior.	En vencimiento.	En vencimiento.
Garantías:	N/A	Fideicomiso Irrevocable Garantía.	de N/A.	Fideicomiso Irrevocable Garantía.	de N/A
Redención anticipada:	Sí aplica.	Sí aplica.	Sí aplica.	Sí aplica.	Sí aplica.
Uso de los fondos:	Los fondos derivados de la Serie F serán utilizados para capital de trabajo y para otros usos generales del Emisor.	Los fondos derivados de la Serie D serán utilizados para cancelar el Saldo Insoluto de la Serie A del Bonos Corporativos registrada en la SMV bajo la resolución No. 204-19 del 23 de mayo de 2019.	Los fondos derivados de la Serie Subordinada serán utilizados para el capital del trabajo y para otros usos generales del Emisor.	Los fondos derivados de la Serie serán utilizados para capital de trabajo y para otros usos generales del Emisor.	Los fondos derivados de la Serie serán utilizados para capital de trabajo y para otros usos generales del Emisor.

Fuente: Inmobiliaria Cervelló, S.A. y Prival Trust, S.A. / Elaboración: PCR

Redención anticipada

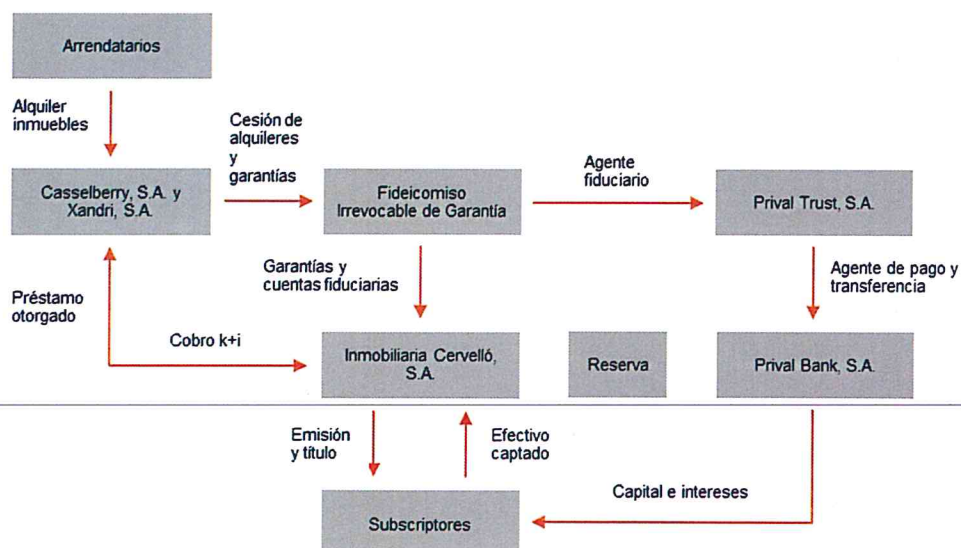
El Emisor podrá redimir anticipadamente los Bonos del Programa Rotativo de Bonos Corporativos, parcial o totalmente, de cada una de las Series o la totalidad de estas según lo estipulado en los suplementos de cada una de las Series, y a los precios calculados como porcentajes del Saldo Insoluto a Capital a redimir. Cabe resaltar que en marzo 2022 se realizó la redención en su totalidad de la serie C.

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 9 años, en donde los ingresos procederán principalmente de los ingresos por intereses sobre préstamos, representando el 92.5% de la totalidad de estos, y en menores proporciones por los ingresos por servicios administrativos con el 7.0% y los intereses ganados por cuentas de ahorro 0.5% restante. Por su parte, en los gastos generales y administrativos, los gastos de Amortización de gastos de emisión, depreciación de bienes muebles, honorarios por servicios de auditoría y otros gastos de operación no muestran variabilidad alguna a lo largo de las proyecciones, y están constituidos por la amortización de los gastos de emisión con el 52.8%, seguido por honorarios por servicios de administración y auditoría con el 45.5%, otros gastos de operación con el 2.5% y el restante 0.1% por depreciación de bienes muebles.

PROYECCIONES FINANCIERAS

Estado de Resultados miles de B/.	2022 real	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Ingresos	4,548	4,438	4,246	4,010	3,771	3,487	3,192
Ingresos por servicios administrativos	317	290	278	262	247	228	209
Ingresos por intereses sobre préstamos	4,205	4,147	3,968	3,748	3,524	3,259	2,983
Otros ingresos	26	-	-	-	-	-	-
Gastos generales y administrativos	-130	-129	-130	-131	-133	-134	-135
Amortización de gastos de emisión	-68	-59	-59	-59	-59	-59	-59
Depreciación de bienes muebles	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
Honorarios por servicios de administración	-59	-31	-32	-34	-35	-37	-38
Honorarios por servicios de auditoría	0	-9	-9	-9	-9	-9	-9
Otros gastos de operación	-2	-30	-30	-30	-30	-30	-30
Otros ingresos (gastos)	-4,335	-4,147	-3,968	-3,748	-3,524	-3,259	-2,983
Gastos de intereses bonos	-4,335	-4,147	-3,968	-3,748	-3,524	-3,259	-2,983
Utilidad antes del impuesto sobre la renta	213	162	148	131	114	94	73
Impuesto sobre la renta	53	-40	-37	-33	-29	-24	-18
Utilidad neta fiscal	161	121	111	98	86	71	55
EBITDA	4,487	4,368	4,175	3,938	3,697	3,412	3,115

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

Como consecuencia de lo anterior, las proyecciones generan un EBITDA promedio anual de B/. 4.5 millones, mayor en un 9.2% por lo cual se observa que se encuentra alineada con las proyecciones y la estructura en el

vínculo financiero entre Inmobiliaria Cervelló, S.A. como vehículo y sus respectivas partes relacionadas como beneficiarios de las facilidades crediticias otorgadas.

Asimismo, respecto a los ingresos destinados para las cuentas del fideicomiso provenientes de las compañías relacionadas, estas reflejaron una cobertura promedio en cuanto a los gastos financieros de 1.04, manteniéndose relativamente constante durante los plazos proyectados y alineado a la cobertura proyectada de 1.1 veces. Por su parte, la cobertura promedio del servicio de la deuda se ubica, según las proyecciones, en 1.02, la cual también se presenta una invariabilidad durante los años proyectados. Por lo tanto, a lo largo de la emisión, el promedio de cobertura sobre los gastos financieros es de está por encima de 1, lo que indica que Inmobiliaria Cervelló cuenta con una adecuada capacidad de pago de intereses sobre la deuda.

INDICADORES DE COBERTURA

	2022 real	2022 P	2023 P	2024 P	2025 P	2026 P	2027 P
EBITDA	4,487	4,368	4,175	3,938	3,697	3,412	3,115
Gastos financieros	-4,335	-4,147	-3,968	-3,748	-3,524	-3,259	-2,983
Amortización de capital	68	59	59	59	59	59	59
EBITDA/ Gastos Financieros	1.04	1.05	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0
Cobertura de Servicio sobre la Deuda	1.02	1.04	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0

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

Asimismo, respecto a los supuestos utilizados en las proyecciones del flujo de ingresos por alquileres en lo deliberado por las partes relacionadas hacia Inmobiliaria Cervelló, S.A., estos se realizaron mediante un incremento interanual mínimo del 1% (teniendo en cuenta que, según los contratos de arrendamiento, este se mantendrá durante toda la emisión).

Dichos indicadores son cálculos internos de PCR, por lo que estos no están estipulados en el Prospecto Informativo. Asimismo, cabe mencionar que Inmobiliaria Cervelló, S.A. actúa únicamente como vehículo para la emisión de Bonos Corporativos y de esta forma, otorgar facilidades de crédito a sus afiliadas, por lo que obtiene ingresos precisos para el cumplimiento de las obligaciones financieras provenientes del pago realizado por sus relacionadas, que a su vez, obtienen sus ingresos del arrendamiento de bienes raíces.

Según el análisis efectuado, se considera que los valores obtenidos a la fecha de análisis esta alineados a las proyecciones realizadas, con un mayor valor en los ingresos de la empresa (+9%) y en el EBITDA (+2.7%) a lo proyectado y con una cobertura de 1.04 sobre los gastos financieros de la emisión de bonos estando alineados con el valor proyectado, por lo cual la empresa cuenta con la capacidad de pago sobre sus intereses a la fecha de análisis, cabe resaltar que la cobertura real refleja un valor promedio por encima de 1 en sus últimos 5 años, cumpliendo con los supuestos del modelo financiero.

SUPUESTOS INMOBILIARIA CERVELLÓ

Supuestos Inmobiliaria Cervelló	
Serie A	Fue reemplazada por la Serie D, en emisión realizada 30 de junio de 2021
Serie D	Tasa fija durante la vida la emisión de 5.25%
Series B y E	Series subordinadas con tasa de 12.5% y 8.0% respectivamente, no cuentan para el cálculo de ingresos cedidos/servicio a la deuda
Serie C	Se abonó \$1.5M en junio 20 de 2021, y se cancela saldo de \$1.5M en marzo de 2022
Serie F	Serie Subordinada con tasa de 6.25%, no cuentan para el cálculo de ingresos cedidos/servicio a la deuda
Aumento en Alquileres	Aumentos se mantienen en su mínimo de 1% anual durante toda la vida de la emisión
Alquileres nuevos	Riba Smith Coronado iniciando en enero 2023 Riba Smith David iniciando en enero de 2025
Proyectos	MiPlaza David MiPlaza Coronado Market Plaza, Costa Verde

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

Anexos

BALANCE GENERAL

Balace General Inmobiliaria Cervelló, S.A. (Miles de B/.)	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22
Activo					
Activo corriente	2,032.4	2,486.0	4,319.4	3,330.2	6,275.3
Efectivo y bancos	392.9	143.0	79.8	279.0	105.1
Fondos en Fideicomisos	1,615.1	1,216.5	1,700.4	943.1	1,942.0
Cuentas por cobrar	-	1,125.0	2,531.3	2,100.0	4,200.0
Impuesto pagado por anticipado	24.4	1.5	8.0	8.2	28.2
Activo no corriente	79,687.6	79,510.5	76,724.1	73,548.7	68,718.5
Préstamos por cobrar entre partes relacionadas	79,571.4	78,290.2	75,758.9	71,815.2	67,615.2
Cuentas por cobrar entre partes relacionadas	115.8	1,220.1	965.1	1,732.9	1,102.9
Otros activos	0.4	0.3	0.1	0.6	0.5
Total Activo	81,720.1	81,996.5	81,043.5	76,878.9	74,993.8
Pasivo					
Pasivo corriente	57.2	1,181.7	2,569.5	2,139.9	4,224.2
Bonos por pagar a corto plazo	-	1,125.0	2,531.3	2,100.0	4,200.0
Cuentas por pagar proveedores	0.7	0.9	-	-	0.7
Impuestos acumulados por pagar	56.4	55.8	38.2	39.9	23.5
Pasivo no corriente	81,185.0	80,330.3	78,216.8	74,670.8	70,541.0
Bonos por pagar a largo plazo	81,152.4	78,799.6	76,330.9	72,467.1	68,328.2
Cuentas por pagar entre partes relacionadas	32.5	1,530.7	1,885.9	2,203.7	2,212.7
Total Pasivo	81,242.1	81,511.9	80,786.3	76,810.7	74,765.1
Patrimonio					
Patrimonio	2,032.4	2,486.0	4,319.4	3,330.2	6,275.3
Capital social común	392.9	143.0	79.8	279.0	105.1
Utilidad (déficit) acumulado	1,615.1	1,216.5	1,700.4	943.1	1,942.0
Impuesto complementario	-	1,125.0	2,531.3	2,100.0	4,200.0
Total Patrimonio	24.4	1.5	8.0	8.2	28.2
Pasivo + patrimonio	79,687.6	79,510.5	76,724.1	73,548.7	68,718.5

Fuente: Inmobiliaria Cervelló, 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	5,353.1	6,342.1	5,328.3	6,387.4	4,548.1
Ingresos por intereses sobre préstamos	5,012.1	4,978.8	4,919.6	4,507.3	4,205.1
Ingresos por servicios	341.0	1,028.5	380.5	820.3	316.9
Ganancia en valores negociables	-	334.7	-	1,034.7	-
Intereses ganados en cuenta de ahorro	0.0	0.0	28.3	25.1	26.1
Gastos	5,167.9	5,755.4	5,078.4	5,101.6	4,334.7
Gastos por intereses	5,012.1	4,978.8	4,919.6	4,507.3	4,205.1
Amortización del gasto de emisión de bonos	90.0	712.1	62.5	529.1	68.5
Honorarios profesionales	54.9	52.7	85.1	58.6	59.0
Multas y recargos	-	-	-	-	-
Depreciación	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
Otros gastos de operación	10.8	11.6	11.1	6.5	2.0
Utilidad bruta	185.2	586.6	249.9	1,285.9	213.5
Otros ingresos (gastos)	-	-	-	-	-
Utilidad operativa	185.2	586.6	249.9	1,285.9	213.5
Impuesto sobre la renta	62.5	70.1	62.1	81.0	52.8
Utilidad neta	122.7	516.5	187.7	1,204.9	160.7

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

INDICADORES FINANCIEROS

INDICADORES DE RENTABILIDAD	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22
ROA	0.2%	0.6%	0.2%	1.6%	0.2%
ROE	25.7%	106.6%	73.0%	1767.6%	70.3%
INDICADORES DE LIQUIDEZ					
Capital de trabajo	1,975	1,304	1,750	1,190	2,051
Liquidez corriente	35.56	2.10	1.68	1.56	1.49
Activo corriente	2,032	2,486	4,319	3,330	6,275
Pasivo corriente	57	1,182	2,569	2,140	4,224
INDICADORES DE ENDEUDAMIENTO Y SOLVENCIA					
Solvencia (activo / pasivo)	100.6%	100.6%	100.3%	100.1%	100.3%
Endeudamiento (Pasivo/Activo)	99.4%	99.4%	99.7%	99.9%	99.7%
Deuda Bancaria/ Pasivo	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Patrimonio/ Activo	0.6%	0.6%	0.3%	0.1%	0.3%
Patrimonio/ Pasivo	0.6%	0.6%	0.3%	0.1%	0.3%
Endeudamiento Patrimonial	170.0	168.2	314.0	1,127	327
Deuda L/P	81,185	80,330	78,217	74,671	70,541
Deuda Financiera/Patrimonio	169.8	162.6	296.7	1,063.1	298.8
Deuda / EBITDA	15.4	13.0	15.4	12.1	16.7
EBITDA/ Gastos Financieros	1.1	1.3	1.1	1.4	1.1
Gastos financieros	5,012	4,979	4,920	4,507	4,205
EBITDA	5,287	6,278	5,232	6,322	4,487

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