República de Panamá
Superintendencia del Mercado de Valores

Acuerdo No.18-2000 de 11 de octubre de 2000, modificado por el Acuerdo No.8-2018 de 19 de diciembre de 2018

Anexo No.1

Formulario IN-A
Informe de Actualización Anual

Año terminado el 31 de diciembre de 2018.

Nombre del Emisor : KADIMA HOLDINGS, S.A.
Valores que ha registrado: BONOS CORPORATIVOS ROTATIVOS
Resoluciones de SMV: SMV-472-18 de 16 de octubre de 2018
Números de Teléfono y Fax del Emisor: 396-5000
Domicilio /Dirección física del Emisor: Grand Plaza, Piso 6, Boulevard Pacífica, Punta Pacífica.
Nombre de la persona de contacto del Emisor: Gisela Rodriguez
Dirección de correo electrónico de la persona de contacto de Emisor:contraloría@edpanama.com / legal@edpanama.com

I Parte:

I. Información del Emisor

A. Historia y Desarrollo de Kadima Holdings, S.A.

KADIMA HOLDINGS, S.A., es una sociedad anónima organizada de acuerdo con las leyes de la República de Panamá, mediante Escritura Pública No. 10,532 de 13 de julio de 2017, de la Notaría Octava del Circuito, inscrita al Folio No. 155652397, de la Sección de Micropelícula (Mercantil) del Registro Público de la República de Panamá. El Emisor se encuentra domiciliado en Grand Plaza, Piso 6, Boulevard Pacífica, Punta Pacífica, Panamá, República de Panamá, Teléfono (507) 396-5000, Apartado Postal 0832-0539 WTC, correo electrónico: contraloria@edpanama.com.

El Emisor ha sido recientemente constituido, por lo tanto a la fecha, no ha sido objeto de circunstancias relacionadas a fusiones, reclasificaciones financieras, consolidaciones o adquisiciones o disposiciones de activos de importancia, distintos a los que se relacionen con el giro normal de sus negocios o emisiones anteriores.

a. Gastos De Capital y Disposición De Los Activos

Cualquier gasto de capital o levantamiento de capital mediante ésta emisión, será destinado para las necesidades operativas o de desarrollo de cualquiera de las Empresas Relacionadas.

b. Capitalización y Endeudamiento

A la fecha de este prospecto informativo el Emisor no mantiene relaciones con entidades financieras y de crédito.

c. Financiamientos Recibidos

El Emisor no ha recibido financiamientos.

d. Compromisos y Contingencias

El Emisor no cuenta con compromisos y contingencias.

B. Capital Accionario

A continuación se detalla lo referente al capital accionario del Emisor.

1. Capital Social Autorizado: Diez Mil Dólares (US$10,000.00)
    a. Número de acciones autorizadas: Quinientas (500) de acciones comunes y nominativas.
    b. Número de acciones emitidas y completamente pagadas: Quinientas (500) acciones comunes sin valor nominal.
    c. Valor nominal: (US$0.00)
    d. No existen acciones suscritas y no pagadas.
    e. En los últimos cinco años el capital del Emisor no ha sido pagado con otros bienes que no sean efectivo.
2. No existen acciones que no representan capital.
3. El Emisor no mantiene acciones en tesorería.
4. No existe capital autorizado no emitido o un compromiso de incrementar el capital.
5. El Emisor no cuenta con valores en circulación consistentes en derechos de suscripción preferentes, valores convertibles. El pacto social del Emisor no contempla categoría de personas con derecho de suscripción preferente ni términos, condiciones o procedimientos correspondientes a tales porciones.

C. Pacto Social y Estatutos del emisor

El Emisor fue constituido mediante escritura pública número 10,532 de 13 de julio de 2017, otorgada ante la Notaría Octava del Circuito Notarial de Panamá, inscrita al Folio 155652397, de la Sección Mercantil del Registro Público de la República de Panamá.
El Emisor no ha adoptado estatutos.

D. Descripción del Negocio

El Emisor es una sociedad constituida con el fin de servir como Emisor de los Bonos. El Emisor no cuenta con operaciones importantes, ni personal, ni operaciones que puedan representar una fuente de pago adicional, es una empresa tenedora de acciones que se dedicará, entre otras cosas, a extenderle facilidades de crédito a sus Empresas Relacionadas, las cuales a su vez se dedican al arrendamiento de oficinas y locales comerciales, por ende, el éxito de las operaciones del Emisor depende directamente de la demanda existente para el arrendamiento y/o compra de productos o servicios similares.

El mercado en el que operan las Empresas Relacionadas del Emisor es el de la República de Panamá. La industria del alquiler de oficinas y locales comerciales en la República de Panamá, está bastante fragmentada con una gran base de locales comerciales con propietarios individuales que en su mayoría los utilizan para sus propios negocios. Por tanto, no hay muchos grupos o compañías que se dediquen a este negocio a mediana o gran escala. La excepción más notable es la operación de los centros comerciales de Grupo Roble (Multiplaza, Metro Mall) e Inmobiliaria Albrook (Albrook Mall).

La oficina principal del Emisor está localizada en Grand Plaza, Piso 6, Boulevard Pacífica, Punta Pacífica, Panamá, República de Panamá.

E. Estructura organizativa

El Emisor no forma parte de un grupo y no cuenta con subsidiarias.

F. Propiedades, Plantas y Equipo

El emisor no cuenta con propiedades, mobiliario y equipo a la fecha.

G. Investigación y Desarrollo, Patentes, Licencias, etc.

El Emisor es una sociedad de propósito especial recientemente constituida con el único propósito de servir como emisor de los Bonos, por lo que no requiere de patentes y licencias.

H. Información sobre tendencias

El mercado de bienes raíces de Panamá, está compuesto principalmente de tres sectores, los cuales son segregados dependiendo del uso de los bienes raíces. El sector de bienes raíces residencial, se caracteriza principalmente por la venta y alquiler de casas y apartamentos. El sector de bienes raíces comercial, está vinculado a la venta y alquiler de locales comerciales y de oficina.

Durante la última década, el crecimiento económico de Panamá ha sido de los más altos a nivel mundial. El crecimiento promedió 7.2% entre los años 2001 a 2013., más del doble del promedio de la región. En los años siguientes 2014, 2015 y 2016 la economía creció un 6.1%, 5.8% y 4.6% según estadísticas del Banco Mundial.

En el mediano plazo, se espera que la economía panameña mantenga uno de los mayores ritmos de crecimiento de la región. La inversión pública seguirá siendo un pilar importante con grandes megaproyectos como lo son la Línea Dos del Metro. Adicionalmente, el aumento en tráfico por el canal ampliado tendrá un impacto positivo en el País. Se espera que la inversión del sector privado se mantenga consistente y sea uno de los propulsores del crecimiento en los sectores de transporte, logística, minería, servicios y turismo.

II. Análisis de Resultados Financieros y Operativos

El Emisor fue constituido recientemente, razón por la cual no tiene estados financieros históricos más allá de los preliminares.

Liquidez

A la fecha de este Prospecto Informativo y dado que el Emisor es de reciente constitución, no cuenta con tendencias conocidas, solicitud, compromiso, evento o hecho incierto que pueda dar como resultado un aumento o disminución importante en la liquidez del emisor.

Recursos de Capital

A la fecha de este Prospecto Informativo y dado que el Emisor es de reciente constitución, no cuenta con compromisos de importancia para gastos de capital.

Resultados de Operaciones

A la fecha de este Prospecto Informativo y dado que el Emisor es de reciente constitución, no cuenta con resultados para reportar.

A. Análisis de Perspectivas

El Emisor a futuro espera seguir operando bajo la misma modalidad, extendiéndole facilidades crediticias a Empresas Relacionadas con el producto de emisiones u otras facilidades bajo las cuales el Emisor actúe como acreedor.

III. Directores, Dignatarios, Ejecutivos, Administradores, Asesores y Empleados

A. Identidad, funciones y otra información relacionada

- Jimmy Yohoros – Director/Presidente
  Nacionalidad: Panameño

Fecha de nacimiento: 7 de diciembre de 1977.
Domicilio profesional:
Apartado Postal: 0823-0539 World Trade Center, Panamá
Correo electrónico: jimmy@edpanama.com
Teléfono: (507) 265-1655
Fax: (507) 265-5201

El señor Jimmy yohoros es Gerente General de la empresa Ibiza Panamá, S.A.,empresa dedicada a la venta y distribución de perfumes en la República de Panamá. Además es Gerente General de Inmobiliaria DDJ, S.A., empresa que participa en el desarrollo de los proyectos inmobiliarios PH 77 y Edificio Alegre. En 1999 obtuvo el título de Ingeniero Industrial de Texas A&M University. Es director de la empresa inmobiliaria Emporium Developers, Inc. que desarrolla los proyectos Emporium Tower, Allure at The Park y Unicorp Business Plaza; es Director de Pacific Village Property, Inc. que desarrolla los proyectos Pacific Village y Grand Tower; Administrador y Director de la empresa Desarrollo 4 Altos, S.A. que desarrolla el proyecto Zona Lire 4 Altos; Presidente de Mega Bodegas, S.A. sociedad dueña del proyecto de galeras de Panalpina Panamá.

- Eric Endara – Director/Vicepresidente
  Nacionalidad: Panameño
  Fecha de nacimiento: 27 de febrero de 1971
  Domicilio profesional:
  Apartado Postal: 0832-0214 World Trade Center, Panamá
  Correo electrónico: e.endara@me.com
  Teléfono: (507) 263-8444
  Fax: (507) 263-3346

  El señor Eric Endara es Presidente de Infinity Real Estate Group, Inc., dedicada al desarrollo y promoción de proyectos inmobiliarios en la República de Panamá desde 2005. Es Director/Secretario de Cocinas Industriales, S.A. (COINSA) empresa dedicada a la venta y distribución de equipos para cocinas; Es Presidente de Tecnología Sanitaria, S.A. (TECSAN), empresa dedicada al alquiler de baños portátiles; es Presidente de Eventos Exclusivos, S.A., empresa dedicada al alquiler de equipos para eventos; es Director de Supreme Data Storage, S.A., empresa dedicada al almacenaje de archivos y documentos; es Director de CASCO, S.A. empresa dedicada al alquiler de equipos para la industria de la construcción. En 1996 obtuvo el titulo de BA de Florida International University. Es miembro de la Cámara Panameña de la Construcción (CAPAC), de la Asociación Panameña de Ejecutivos de Empresa (APEDE), de Entreprenuers Organization (EO) y Young Presidents Organization (YPO).

- Diego Herrera – Director/Secretario
  Nacionalidad: Panameño
  Fecha de nacimiento: 12 de julio de 1969
  Domicilio profesional:
  Apartado Postal: 0816-03356, Panamá 5, República de Panamá
  Correo electrónico: dherrera@gala.com.pa
  Teléfono: (507) 303-0303
  Fax: (507) 303-0434

  El señor Diego Herrera es socio de la firma de abogados panameña Galindo, Arias & López desde 2003 a la fecha. En 1991 obtuvo el título de Licenciado en Derecho y Ciencias Políticas de la Universidad Santa María La Antigua en Panamá. En 1993 obtuvo una Maestría en Leyes (LL.M) de Tulane University en Nueva Orleans y en 1995 obtuvo el título de Master en Administración de Empresas (MBA) de INCAE Business School, en Costa Rica. Se ha dedicado a la práctica privada en Galindo, Arias & López con énfasis en la asesoría a empresas multinacionales y nacionales del sector financiero e industrial, así como también en el campo de los servicios públicos (telecomunicaciones). Ha liderado equipos de trabajo de importantes

fusiones y adquisiciones de bancos y de empresas nacionales e internacionales y ha participado en la asesoría y estructuración de importantes sindicaciones bancarias y emisiones bursátiles. Ha tenido una participación importante en el equipo legal de varias de las mayores operaciones de fusiones y adquisiciones que se han llevado a cabo en Panamá y Latinoamérica, además de haber participado en varios procesos de reestructuración financiera. Lidera el equipo de trabajo que asesora en la actualidad a la Autoridad del Canal de Panamá, en todos los aspectos legales del proyecto de expansión del Canal de Panamá. Ha apoyado, pro bono, a varias fundaciones sin fines de lucro, como la Fundación Amador, y Central America Leadership Initiative Foundation (CALI) de The Aspen Institute. Es fundador y colaborador de la Fundación Futuros Mejores. Es Fellow del Aspen Global Leadership Network de The Aspen Institute. Fue colaborador en la redacción de la legislación promulgada para la promoción de Centros de Llamadas para uso Comercial (Call Centers). Es Presidente de la Junta Directiva del Comité Nacional de INCAE Business School en Panamá; Miembro del Consejo Directivo de INCAE Business School; Director y fundador de Venture Club, primera red de ángeles inversionistas de Panamá. Es miembro de AMCHAM, de las asociaciones TAGLaw, Lawyers Associated Worldwide y de Entreprenuers Organization (EO).

- Morris Hafeitz – Director/Tesorero
  Nacionalidad: Panameño
  Fecha de nacimiento: 5 de Junio de 1979
  Domicilio profesional:
  Apartado Postal: 0831-01612, Panamá 5, República de Panamá
  Correo electrónico: morris@edpanama.com
  Teléfono: (507) 396-5805
  Fax: (507) 396-5802

  El señor Morris Hafeitz es gerente general y socio fundador de Emporium Developers, S.A., empresa dedicada promoción y desarrollo de proyectos inmobiliarios tanto residenciales (edificios de apartamentos), como comerciales (edificios de oficinas y locales comerciales) en la República de Panamá. Obtuvo en 2001 el título de Ingeniero Civil de Texas A&M University en College Station, Texas, Estados Unidos, donde fue oficial del Capítulo de Texas A&M de la Sociedad Americana de Ingenieros Civiles (ASCE). Trabajó como Administrador de Proyectos de Construcción en Texas y Florida desde 2001 hasta 2003 en reconocidas firmas de ingeniería y construcción como Lockwood Andrews and Newnam, Inc. Es miembro de la Cámara Panameña de la Construcción (CAPAC).

B. Compensación

Los Directores y Dignatarios del Emisor no reciben compensación alguna, ni en efecto ni en especie, de parte del Emisor, ni éste les reconoce beneficios adicionales. Desde la constitución del emisor hasta la Fecha de Oferta, los Directores y Dignatarios no han recibido pago de dietas. Sin embargo, el Emisor se reserva el derecho de definir un plan de compensación para los Directores y Dignatarios.

C. Prácticas de Gobierno Corporativo

A la fecha de este Prospecto Informativo, el Emisor no ha adoptado a lo interno de su organización las reglas o procedimientos de un buen gobierno corporativo contenidas en el Acuerdo No. 12-2003, por el cual se recomiendan guías y principios de buen gobierno corporativo por parte de sociedades registradas en la Superintendencia de Mercado de Valores.

D. Empleados

El Emisor no cuenta directamente con personal y las funciones administrativas son realizadas por ejecutivos de cada empresa afiliada.

E. Propiedad Accionaria

La propiedad accionaria directa de los directores, dignatarios y ejecutivos principales se presenta a continuación:

Grupo de Empleados	Cantidad de Acciones	% Respecto del total de acciones comunes emitidas y en circulación	Número de accionistas	% Que representan respecto de la cantidad total de accionistas
Directores, Dignatarios, Ejecutivos y Administradores	500	100%	5	100%
Otros empleados	0	0%	0	0%
Totales	**0**	**0%**	**0**	**100%**

No existe arreglos que incluya a empleados en el capital del Emisor, incluyendo arreglos que impliquen el reconocimiento sobre acciones u otros valores del Emisor.

IV. Accionistas

A. A continuación se detalla tabla con relación a la composición accionaria del Emisor:

Grupo de Acciones	Número de Acciones	% del número de Acciones	Número de accionistas	% del número de accionistas
1 - 50	48	9.60%	1	20%
51 - 100				
101 - 200	113	22.60%	4	80%
201 - 300				
301 - 500				

B. No existe cambio importante en el porcentaje accionario de que sean propietarios efectivos los accionistas durante los tres (3) últimos años.

C. A la fecha de este Prospecto Informativo, el Emisor no es parte de ningún contrato o negocio con una parte relacionada de la Sociedad.

D. No existe arreglos en fechas subsecuentes que resulten un cambio de control accionario.

V. Partes Relacionadas, Vinculos y Afiliaciones

Las Empresas Relacionadas de Kadima Holdings, S.A. podrían tener directores y dignatarios en común.

A. Identificación de Negocios o contratos con partes relacionadas.

A la fecha de este Prospecto Informativo, el Emisor no es parte de ningún contrato o negocio con una parte relacionada de la Sociedad.

B. Interés de Experto y Asesores

Galindo, Arias & López actúa como asesor legal externo de la Emisión. El Sr. Diego Herrera es socios de la firma Galindo, Arias & López y él es a su vez, accionista, director y dignatario del Emisor.

II Parte:
Resumen Financiero

A. Presentación aplicable a emisores del sector comercial e industrial:

Ventas o Ingresos Totales*	0.00	0.00	0.00	0.00
Margen Operativo*	0.00	0.00	0.00	0.00
Gastos Generales y Administrativos*	0.00	0.00	0.00	0.00
Utilidad o Pérdida Neta*	0.00	0.00	0.00	0.00
Acciones emitidas y en circulación*	0.00	0.00	0.00	0.00
Utilidad o Pérdida por Acción*	0.00	0.00	0.00	0.00
Depreciación y Amortización*	0.00	0.00	0.00	0.00
Utilidad Operativa*	0.00	0.00	0.00	0.00
Gastos Financieros*	0.00	0.00	0.00	0.00
Utilida o Pérdida del Periodo*	0.00	0.00	0.00	0.00

mpo obligatorio

BALANCE GENERAL	2018	Comparación a periodo anterior (2017)	Comparación a periodo anterior (2 años)	Comparación a periodo anterior (3 años)
Activo Circulante*	2,500.00	10,000.00	0.00	0.00
Activos Totales*	2,500.00	10,000.00	0.00	0.00
Pasivo Circulante*	.00	0.00	0.00	0.00
Deuda a Largo Plazo*	40,019.00	47,519.00	0.00	0.00
Obligaciones en valores*	0.00	0.00	0.00	0.00
Deuda Total*	40,019.00	47,519.00	0.00	0.00
Pasivos Totales*	40,019.00	47,519.00	0.00	0.00
Acciones Preferidas*	0.00	0.00	0.00	0.00
Capital Pagado*	10,000.00	10,000.00	0.00	0.00
Utilidades Retenidas*	(47,519.00)	(47,519.00)	0.00	0.00
Patrimonio Total*	(37,519.00)	(47,5190.0)	0.00	0.00
Precio por Acción*	1.00	1.00	0.00	0.00
Dividendo*	0.00	0.00	0.00	0.00

mpo obligatorio

RAZONES FINANCIERAS:	Año que reporta	Comparación a periodo anterior (1 año)	Comparación a periodo anterior (2 años)	Comparación a periodo anterior (3 años)
Total de Activos / Total de Pasivos	0.5	0.21	0.00	0.00
Total de Pasivos / Total de Activos	20.00	4.75	0.00	0.00
Dividendo / Acción	0.00	0.00	0.00	0.00
Pasivos Totales / Patrimonio	-1.07	0.00	0.00	0.00
Deuda Total / Patrimonio	-1.06	0.00	0.00	0.00
Capital de Trabajo= Activo Circulante - Pasivo Circulante	0.00	0.00	0.00	0.00
Razón Corriente = Activo Circulante / Pasivos Circulante	0.00	0.00	0.00	0.00
Utilidad Operativa / Gastos financieros	0.00	0.00	0.00	0.00
Utilidad Neta / Activos Totales	0.00	0.00	0.00	0.00
Utilidad Neta / Capital	0.00	0.00	0.00	0.00
Utilidad o Pérdida del Período / Patrimonio Total	0.00	0.00	0.00	0.00

B. Presentación aplicable a emisores del sector financiero:

B. PRESENTACIÓN APLICABLE A EMISORES DEL SECTOR BANCARIO				
ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA	**2018**	**Comparación a periodo anterior (1 año)**	**Comparación a periodo anterior (2 años)**	**Comparación a periodo anterior (3 años)**
Ingresos por intereses*	0.00	0.00	0.00	0.00
Ingresos Totales*	0.00	0.00	0.00	0.00
Gastos por intereses*	0.00	0.00	0.00	0.00
Gastos de Operación*	0.00	0.00	0.00	0.00
Utilidad o Pérdida*	0.00	0.00	0.00	0.00
Acciones emitidas y en circulación*	0.00	0.00	0.00	0.00
Utilidad o Pérdida por Acción*	0.00	0.00	0.00	0.00
Utilidad o Pérdida del periodo*	0.00	0.00	0.00	0.00

mpo obligatorio

BALANCE GENERAL	2018	Comparación a periodo anterior (2017)	Comparación a periodo anterior (2 años)	Comparación a periodo anterior (3 años)
Préstamos *	0.00	0.00	0.00	0.00
Efectivo, efectos de caja y depósitos en bancos *	0.00	0.00	0.00	0.00
Depósito*	0.00	0.00	0.00	0.00
Inversiones*	0.00	0.00	0.00	0.00

Total de Activos*	0.00	0.00	0.00	0.00
Total de Depósitos*	0.00	0.00	0.00	0.00
Deuda Total*	0.00	0.00	0.00	0.00
Pasivos Totales*	0.00	0.00	0.00	0.00
Préstamos Netos	0.00	0.00	0.00	0.00
Obligaciones en valores*	0.00	0.00	0.00	0.00
Acciones Preferidas*	0.00	0.00	0.00	0.00
Acción Común*	0.00	0.00	0.00	0.00
Capital Pagado*	0.00	0.00	0.00	0.00
Operación y reservas*	0.00	0.00	0.00	0.00
Patrimonio Total*	0.00	0.00	0.00	0.00
Dividendo*	0.00	0.00	0.00	0.00
Morosidad*	0.00	0.00	0.00	0.00
Reserva*	0.00	0.00	0.00	0.00
Cartera Total*	0.00	0.00	0.00	0.00

mpo obligatorio

RAZONES FINANCIERAS:	2018	Comparación a periodo anterior (2017)	Comparación a periodo anterior (2 años)	Comparación a periodo anterior (3 años)
Total de Activos / Total de Pasivos	0.00	0.00	0.00	0.00
Total de Pasivos / Total de Activos	0.00	0.00	0.00	0.00
Dividendo/Acción Común	0.00	0.00	0.00	0.00
Efectivo + Depósitos + Inversiones /Total de Depósitos	0.00	0.00	0.00	0.00
Efectivo + Depósitos + Inversiones /Total de Activos	0.00	0.00	0.00	0.00
Deuda Total + Deposito / Patrimonio	0.00	0.00	0.00	0.00
Préstamos / Total de Activos	0.00	0.00	0.00	0.00
Préstamos Netos / Total de Depósitos	0.00	0.00	0.00	0.00
Gastos de Operación / Ingresos Totales	0.00	0.00	0.00	0.00
Morosidad /Reservas	0.00	0.00	0.00	0.00
Morosidad /Cartera Total	0.00	0.00	0.00	0.00
Utilidad o Pérdida del Período / Patrimonio Total	0.00	0.00	0.00	0.00

III Parte:

Estados Financieros anuales del emisor, auditados por un Contador Público Autorizado Independiente.

IV Parte:

Estados Financieros anuales del fideicomiso, auditados por un Contador Público Autorizado, en el caso de los valores registrados en la Superintendencia que se encuentren garantizados por el fideicomiso.

V Parte:

Actualización del Informe de Calificación de Riesgo.

VI Parte:

Declaración Jurada.

VII:
Divulgación

Este informe de Actualización anual estará disponible a los inversionistas y al público en general para ser consultado libremente en las páginas de Internet de la Superintendencia del Mercado de Valores de Panamá **(www.supervalores.gob.pa)** y Bolsa de Valores de Panamá, S.A. **(www. panabolsa.com)**

Fecha de divulgación: 29 de marzo de 2019.

JIMMY RAYMOND YOHOROS ABADI
Representante legal

Informe de los Auditores Independientes

a la Junta Directiva y Accionistas de

Kadima Holdings, S.A.

Estados Financieros

Por el año terminado el 31-12-18

25 de marzo de 2019

Kadima Holdings, S.A.

Índice para los Estados Financieros
Al 31 de diciembre de 2018

	Páginas
Informe de los Auditores Independientes a la Junta Directiva y Accionistas de Kadima Holdings, S.A.	1-3
Estado de Situación Financiera	4
Estado de Operaciones	5
Estado de Cambios en la Posición de los Accionistas	6
Estado de Flujos de Efectivo	7
Notas a los Estados Financieros	8-15

Nexia Auditores (Panamá) S.C.

Vía Brasil, Calle El Acueducto
Edificio Brasil 405,
Piso No. 6
TEL: (507) 302-7800
FAX: (507) 302-7405
www.nexia.com

INFORME DE LOS AUDITORES INDEPENDIENTES A LA JUNTA DIRECTIVA Y ACCIONISTAS DE KADIMA HOLDINGS, S.A.

Opinión

Hemos auditado los estados financieros de Kadima Holdings, S.A. (la Empresa), que comprenden el estado de situación financiera al 31 de diciembre de 2018 y los estados de operaciones, de cambios en la posición de los accionistas y de flujos de efectivo correspondientes al período de tres meses terminados en dicha fecha, así como las notas explicativas de los estados financieros que incluyen un resumen de las políticas contables significativas.

En nuestra opinión, los estados financieros adjuntos presentan razonablemente, en todos los aspectos materiales, la situación financiera de Kadima Holdings, S.A., al 31 de diciembre de 2018, su desempeño financiero y sus flujos de efectivo correspondientes al año terminado en esa fecha, de conformidad con las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).

Fundamento de la Opinión

Hemos llevado a cabo nuestra auditoría de conformidad con las Normas Internacionales de Auditoría (NIA). Nuestra responsabilidad de acuerdo con dichas normas se describe más adelante en la sección Responsabilidad del Auditor en Relación con la Auditoría de los Estados Financieros de nuestro informe. Somos independientes de la Empresa de conformidad con el Código de Ética para profesionales de la Contabilidad del Consejo de Normas Internacionales de Ética para Contadores (Código de Ética del IESBA) junto con los requerimientos de ética aplicables a nuestra auditoría de los estados financieros en la República de Panamá y hemos cumplido las demás responsabilidades de ética de conformidad con esos requerimientos y con el Código de Ética del IESBA. Consideramos que la evidencia de auditoría que hemos obtenido proporciona una base suficiente y adecuada para nuestra opinión.

Cuestiones Clave de la Auditoría

Las cuestiones clave de la auditoría son aquellas cuestiones que, según a juicio profesional, han sido las más significativas en nuestra auditoría de los estados financieros del año actual. Estas cuestiones han sido tratadas en el contexto de nuestra auditoría de los estados financieros en su conjunto y en la formación de nuestra opinión sobre estos, y no expresamos una opinión por separado sobre esas cuestiones. Hemos determinado que no existen cuestiones clave de la auditoría que deban comunicarse en nuestro informe.

Responsabilidad de la Administración y del Gobierno de la Empresa en Relación con los Estados Financieros

La Administración de la Empresa es responsable de la preparación y presentación razonables de los estados financieros adjuntos de conformidad con las NIIF y del control interno que la Administración considere necesario para permitir la preparación de los estados financieros libres de incorreción material, debido fraude o error.

En la preparación y presentación de los estados financieros, la Administración es responsable de la valoración de la capacidad de la Empresa de continuar como Empresa de funcionamiento, haciendo las revelaciones requeridas y utilizando el principio contable de Empresa en funcionamiento, excepto si la dirección tiene intención de liquidar la Empresa o de cesar sus operaciones.

Los integrantes del gobierno de la Empresa son responsables de la supervisión del proceso de información financiera de la Empresa.

Responsabilidad del Auditor en Relación con la Auditoría de los Estados Financieros

Nuestros objetivos son obtener una seguridad razonable de que los estados financieros en su conjunto están libres de incorrección material, debido a fraude o error, y emitir un informe de auditoría que contiene nuestra opinión. Seguridad razonable es un alto grado de seguridad, pero no garantiza que una auditoría realizada de conformidad con las Normas Internacionales de Auditoría (NIA) siempre detecte una incorrección material cuando existe. Las incorrecciones pueden deberse a fraude o error y se consideran materiales si, individualmente o de forma agregada, puede preverse razonablemente que influyan en las decisiones económicas que los usuarios toman basándose en los estados financieros.

Como parte de una auditoría de conformidad con las NIA, aplicamos nuestro juicio profesional y mantenemos una actitud de escepticismo profesional durante toda la auditoría. También:

- Identificamos y evaluamos los riesgos de incorrección material en los estados financieros, debido a fraude o error, diseñamos y aplicamos procedimientos de auditoría para responder a dichos riesgos y obtenemos evidencia de auditoría suficiente y adecuada para proporcionar una base para nuestra opinión. El riesgo de no detectar una incorrección material debido a fraude es más elevado que en el caso de una incorrección material debido a error, ya que el fraude puede implicar colusión, falsificación, omisiones deliberadas, manifestaciones intencionadamente erróneas o la elusión del control interno.

- Obtenemos entendimiento del control interno relevante para la auditoría con el fin de diseñar procedimientos de auditoría que sean adecuados en función de las circunstancias y no con la finalidad de expresar una opinión sobre la efectividad del control interno de la Empresa.

- Evaluamos lo adecuado de las políticas contables aplicables y la razonabilidad de las estimaciones contables y la correspondiente información revelada por la Administración.

Nexia Auditores (Panamá) S.C.

- Concluimos sobre lo apropiado de la utilización, por la Administración, del principio contable de Empresa en funcionamiento y, basándonos en la evidencia de auditoría obtenida, concluimos sobre si existe o no una incertidumbre material relacionada con hechos o con condiciones que pueden generar dudas significativas sobre la capacidad de la Empresa para continuar como Empresa en funcionamiento. Si concluimos que existe una incertidumbre material, se requiere que llamemos la atención en nuestro informe de auditoría sobre la correspondiente información revelada en los estados financieros o, si dichas revelaciones no son adecuadas, que expresemos una opinión modificada. Nuestras conclusiones se basan en la evidencia de auditoría obtenida hasta la fecha de nuestro informe de auditoría. Sin embargo, eventos o condiciones futuras pueden ser causa de que la Empresa deje de ser una Empresa en funcionamiento.

- Evaluamos la presentación en su conjunto, la estructura y el contenido de los estados financieros, incluida la información revelada, y si los estados financieros representan las transacciones y eventos subyacentes de un modo que logran la presentación razonable.

Nos comunicamos con los responsables del gobierno de la Empresa en relación con, entre otros asuntos, el alcance y el momento de la realización planificada de la auditoría y los hallazgos significativos de la auditoría, así como cualquier diferencia significativa del control interno que identificamos en el transcurso de la auditoría.

También proporcionamos a los responsables del gobierno de la Empresa una declaración de que hemos cumplido los requerimientos de ética aplicables en relación con la independencia y les comunicamos a ellos acerca de todas las relaciones y demás cuestiones de las que se puede esperar razonablemente que puedan afectar a nuestra independencia y, en su caso, las correspondientes salvaguardas.

Entre los asuntos que han sido objeto de comunicación con los responsables del gobierno de la Empresa, determinamos las que han sido de lo más significativos en la auditoría de los estados financieros del año actual y que son, en consecuencia, las cuestiones clave de la auditoría. Describimos esas cuestiones en nuestro informe de auditoría salvo que las disposiciones legales o reglamentarias prohíban revelar públicamente la cuestión o, en circunstancias extremadamente poco frecuentes, determinemos que una cuestión no se debería de comunicar en nuestro informe porque cabe razonablemente esperar que las consecuencias adversas de hacerlo superarían los beneficios de interés público de la misma.

El socio encargado de la auditoría que ha elaborado este informe de los auditores independientes es Bartolomé Mafla H.

Nexia

Panamá, República de Panamá.
25 de marzo de 2019

Kadima Holdings, S.A.

Estado de Situación Financiera
Al 31 de diciembre de 2018

	Notas	2018	2017
ACTIVOS			
Efectivo	5	B/. 2,500	B/. -
Total de activos		B/. 2,500	B/. -
PASIVOS Y POSICIÓN DE LOS ACCIONISTAS			
Pasivos corrientes			
Cuentas por pagar	6	B/. -	B/. 8,678
Total de pasivos corrientes		-	8,678
Pasivos no corrientes			
Cuentas por pagar partes relacionadas	7	-	38,841
Cuentas por pagar accionistas	8	40,019	-
Total de pasivos no corrientes		40,019	38,841
Total de pasivos		40,019	47,519
Contingencias	11		
Posición de los accionistas			
Capital en acciones	9	10,000	10,000
Suscripción por cobrar	9	-	(10,000)
Déficit acumulado		(47,519)	(47,519)
Total de posición de los accionistas		(37,519)	(47,519)
Total de pasivos y posición de los accionistas		B/. 2,500	B/. -

Las notas que se acompañan forman parte integral de los estados financieros.

Kadima Holding, S.A.

Estado de Operaciones
Por el año que terminó el 31 de diciembre de 2018

	2018	2017
Gastos generales y administrativos		
Honorarios profesionales	B/. -	B/. (15,419)
Impuestos	-	(32,100)
Total de gastos generales y administrativos	-	(47,519)
Pérdida neta	B/. -	B/. (47,519)

Las notas que se acompañan forman parte integral de los estados financieros.

Kadima Holdings, S.A.

Estado de Cambios en la Posición de los Accionistas
Por el año que terminó el 31 de diciembre de 2018

	Nota	Capital en acciones	Suscripción por cobrar	Déficit acumulado	Total
Saldo al 1 de enero de 2017		B/. -	B/. -	B/. -	B/. -
Emisión de acciones	9	10,000	-	-	10,000
Suscripción por cobrar	9	-	(10,000)	-	(10,000)
Pérdida neta		-	-	(47,519)	(47,519)
Saldo al 31 de diciembre de 2017		10,000	(10,000)	(47,519)	(47,519)
Suscripción pagada		-	10,000	-	10,000
Saldo al 31 de diciembre de 2018		B/. 10,000	B/. -	B/. (47,519)	B/. (37,519)

Las notas que se acompañan forman parte integral de los estados financieros.

Kadima Holdings, S.A.

Estado de Flujos de Efectivo
Por el año que terminó el 31 de diciembre de 2018

	Nota	2018	2017
Flujos de efectivo por actividades de operación			
Pérdida neta		B/. -	B/. (47,519)
Resultado de las operación antes de movimiento en el capital de trabajo		-	(47,519)
Cuentas por pagar		(8,678)	-
Gastos e impuestos acumulados por pagar		-	8,678
Cuentas por pagar accionistas		40,019	-
Flujos de efectivo provistos por (usados en) las actividades de operación		31,341	(38,841)
Flujos de efectivos por actividades de financiamiento			
Cuentas por pagar partes relacionadas		(38,841)	38,841
Suscripción por cobrar	9	-	(10,000)
Emisión de acciones	9	10,000	10,000
Flujos de efectivo (usados en) provistos por las actividades de financiamiento		(28,841)	38,841
Aumento en el efectivo		2,500	-
Efectivo al inicio del año		-	-
Efectivo al final del año	5	B/. 2,500	B/. -

Las notas que se acompañan forman parte integral de los estados financieros.

(1) Información corporativa

Kadima Holdings, S.A. (la Empresa), es una sociedad anónima organizada de acuerdo con las leyes de la República de Panamá, mediante escritura pública No.10,532 del 13 de julio de 2017, de la Notaria Octava del Circuito, inscrita al Folio No.155652397, de la sección de micropelículas del Registro Público de la República de Panamá. La actividad principal de la Empresa es de ser tenedora de acciones. La Empresa inició operaciones en octubre de 2017.

La Empresa ha obtenido una Emisión Pública de Bonos Hipotecarios Corporativos, debidamente autorizado por la Bolsa de Valores de Panamá, S.A., mediante la resolución SMV-472-18 del 16 de octubre del 2018, bajo un programa rotativo en el cual el capital de los Bonos Corporativos emitidos y en circulación no podrá exceder noventa millones con 00/100 Balboas (B/.90,000,000) en ningún momento. Los Bonos Corporativos serán emitidos de manera rotativa en tantas series como determine el emisor, cuyo monto, plazo, tasas de interés y vencimiento, serán determinados según las necesidades del Emisor y la demanda de mercado, en la fecha de oferta de cada dichas series, y los mismos serán comunicados a la Superintendencia del Mercado de Valores y a la Bolsa de Valores de Panamá mediante un suplemento al prospecto informativo que será presentado por lo menos 3 días hábiles antes de la fecha de oferta de la serie correspondiente y de su respectiva negociación en la Bolsa de Valores de Panamá. Los Bonos Corporativos serán emitidos de forma nominativa y en denominaciones de mil Balboas (B/.1,000) y sus múltiplos. El programa rotativo de los Bonos Corporativos tendrá un plazo de vigencia que no excederá 10 años. La tasa de interés anual de las series podrá ser fija o variable, a opción del emisor. Para cada serie los intereses serán pagaderos trimestralmente, los días 15 de cada mes.

Los fondos recaudados por la emisión serán utilizados principalmente para otorgar facilidades crediticias a empresas afiliadas del emisor, las cuales no consolidan en el emisor, por no ser subordinadas del mismo.

Las entidades que intervienen en esta emisión de Bonos Corporativos son:

- Inscripción de Valores: Bolsa de Valores de Panamá, S.A.
- Central de Custodia: Central Latinoamericana de Valores, S.A. (Latin Clear).
- Agente de Colocación y Puesto de Bolsa: MMG Bank Corporation.
- Asesor Legal: Galindo, Arias & López.
- Agente Fiduciario: The Bank of Nova Scotia (Panamá), S.A.
- Calificadora de Riesgo: Pacific Credit Rating (PCR)
- Auditores externos: Nexia Auditores (Panamá)

The Bank Of Nova Scotia (Panamá), S.A., actuando en su condición de Fiduciario del Fideicomiso de garantía para la emisión pública de Bonos Hipotecarios Corporativos por un valor nominal total de hasta B/.90,000,000 de Kadima Holdings, S.A., registrada según Resolución SMV No.472-18 de 16 de octubre de 2018, CERTIFICA saldo en circulación de la emisión: B/.0.00, nos e han emitido bonos al 31 de diciembre del 2018.

(1) Información corporativa (Continuación)

La oficina principal de la Empresa se encuentra ubicada Grand Plaza, Piso 6, Boulevard Pacifica, Punta Pacifica, Ciudad de Panamá, República de Panamá.

Los estados financieros al 31 de diciembre de 2018, fueron aprobados por la Administración de la Empresa el 25 de marzo de 2019.

(2) Declaración de cumplimiento

Los estados financieros de Kadima Holding S.A., al 31 de diciembre de 2018, fueron preparados de conformidad con Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).

(3) Base para la preparación de los estados financieros

(a) Base de valuación y moneda de presentación

Los estados financieros de Kadima Holding, S.A. al 31 diciembre de 2017, fueron preparados sobre la base de costos históricos. Estos estados financieros están expresados en Balboas (B/.), unidad monetaria de la República de Panamá, la cual está a la par y es de libre cambio con el Dólar (US$) de los Estados Unidos de América. La República de Panamá no emite papel moneda y en su lugar utiliza el Dólar de los Estados Unidos de América como moneda de curso legal.

(b) Comparación de la información

Conforme a lo exigido por la NIC 1 "Presentación de Estados Financieros" la información presentada en los estados financieros referida al período 2017 no se presenta para efectos comparativos debido a que el 2017 es su primer año de operación.

(c) Nuevas Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) e interpretaciones aún no adoptadas

NIIF 16 Arrendamientos, esta norma reemplaza la actual NIC 17. La NIIF 16 es efectiva para los períodos anuales que inicien en/o después del 1 de enero de 2019.

(4) Resumen de las principales políticas de contabilidad

(a) Efectivo

El efectivo está representado por el dinero en efectivo y las inversiones a corto plazo altamente líquidas, cuyo vencimiento es igual o inferior a tres (3) meses.

(b) Cuentas por pagar

Las cuentas por pagar comprenden principalmente montos pendientes de pagos por compras comerciales y costos relacionados, las mismas se presentan a su costo histórico.

(c) Cuentas por pagar partes relacionadas

Las cuentas por pagar partes relacionadas a fin de año no tienen garantías, no generan interés y su cancelación se hace en efectivo.

(d) Ingresos por dividendos

Los ingresos por dividendos son reconocidos cuando la Empresa, en su carácter de accionista establece el derecho a recibirlos.

(e) Reconocimiento de gastos

Los gastos se reconocen en el estado de resultados integrales, inmediatamente como tal cuando el desembolso correspondiente no produce beneficios económicos futuros, o cuando, y en la medida que, tales beneficios futuros no cumplen o dejan de cumplir las condiciones para su reconocimiento como activos en el estado de situación financiera.

(f) Impuesto sobre la renta

El impuesto sobre la renta está basado en los resultados del año, ajustados por partidas que no son gravables o deducibles del impuesto sobre la renta. El impuesto sobre la renta corriente, es la estimación del impuesto por pagar sobre la renta neta gravable, utilizando la tasa de impuesto que está vigente a la fecha del estado de situación financiera.

(g) Instrumentos financieros

Los activos y pasivos financieros son reconocidos en el estado de situación financiera de la Empresa cuando éstas se han convertido en parte obligada contractual del instrumento.

Activos financieros

Los activos financieros se reconocen en el estado de situación financiera de la Empresa cuando se lleva a cabo su adquisición.

Clasificación de activos financieros entre corriente y no corriente

En el estado de situación financiera, los activos se clasifican en función de sus vencimientos, es decir, como activos corrientes, aquellos con vencimiento igual o inferior a doce meses y como activos no corrientes los de vencimiento superior a dicho período.

(4) Resumen de las principales políticas de contabilidad (Continuación)

(g) Instrumentos financieros (continuación)

Pasivos financieros y patrimonio

Los pasivos financieros y los instrumentos de patrimonio se clasifican conforme al contenido de los acuerdos contractuales pactados y teniendo en cuenta el fondo económico. Un instrumento de patrimonio es un contrato que representa una participación residual en el patrimonio de la Empresa una vez deducidos todos sus pasivos.

Clasificación de pasivos financieros entre corriente y no corriente

En el estado de situación financiera los pasivos se clasifican en función de sus vencimientos, es decir, como pasivos corrientes aquellos con vencimiento igual o inferior a doce meses y como pasivos no corrientes los de vencimiento superior a dicho período.

(5) Efectivo

Al 31 de diciembre, el efectivo en bancos está constituido de la siguiente manera:

	2018	2017
Bancos:		
Cuentas corrientes:		
The Bank of Nova Scotia (Panamá), S.A.	B/. 2,500	B/. -

(6) Cuentas por pagar

Al 31 de diciembre, se encuentra la siguiente cuenta por pagar:

	2018	2017
Proveedores	B/. -	B/. 8,678

(7) Cuentas por pagar partes relacionadas

Al 31 de diciembre, se encuentra las siguientes cuentas por pagar partes relacionadas:

	2018	2017
En pasivos:		
Morris Hafeitz	B/. -	B/. 19,420
Jimmy Johoros	-	19,421
Total	B/. -	B/. 38,841

Esta cuenta no tiene vencimiento, no genera intereses ni tiene forma de pago.

(8) Cuentas por pagar accionistas

Al 31 de diciembre, las cuentas por pagar accionistas, no tienen convenio de pago, ni de vencimiento y no devengan intereses.

(9) Capital en acciones

Al 31 de diciembre, el capital en acciones de la Empresa está compuesto así:

	Acciones			Valor
	Autorizadas	Emitidas y en circulación	Valor nominal	Total capital
Acciones comunes	500	500	SVN	B/. 10,000

(10) Impuesto sobre la renta

De acuerdo a regulaciones fiscales vigentes las declaraciones del Impuesto sobre la Renta de las empresas constituidas en la República de Panamá están sujetas a revisión por parte de las autoridades fiscales hasta por los tres (3) últimos años, inclusive el año terminado el 31 de diciembre de 2018.

A partir del año 2005, de acuerdo al Artículo 16 de la Ley 6 del 2 de febrero de 2005, las entidades pagarán el impuesto sobre la renta a una tasa vigente sobre la que resulte mayor entre la renta neta gravable calculada (por el método tradicional a tasa vigente sobre la renta neta gravable) y la renta neta que resulte de deducir del total de ingresos gravables, el 95.33% de éste. Esta nueva base para el cálculo del Impuesto sobre la Renta se conoce como "Cálculo Alterno de Impuesto sobre la Renta" (CAIR).

A partir del año 2010, sólo harán este cálculo las entidades que tengan ingresos brutos gravables superior a un millón quinientos mil Balboas (B/.1,500,000).

Basado en la excerta legal transcrita, al 31 de diciembre del 2018, la Empresa, no ha generado ingresos que sean sujetos de Impuesto sobre la Renta.

El Artículo 91 del Decreto Ejecutivo No.98 de septiembre de 2010, que modifica el Artículo 133-D del Decreto Ejecutivo No.170 de octubre de 1993, establece que los contribuyentes podrán solicitar a la Dirección General de Ingresos la no aplicación del Cálculo Alterno de Impuesto sobre la Renta (CAIR) para la determinación del impuesto a pagar siempre y cuando:

a) El contribuyente al momento de realizar el Cálculo Alterno del Impuesto sobre la Renta, determinare que incurrirá en pérdida.
b) Si al momento de realizar el Cálculo Alterno del Impuesto sobre la Renta para la determinación del Impuesto sobre la Renta, produce una tasa efectiva de Impuesto sobre la Renta que exceda a la tarifa vigente.

A partir del año 2010, de acuerdo al Artículo 9 de la Ley 8 del 15 de marzo de 2010, el artículo 699 del Código Fiscal, la tarifa general quedará así:

a) Las personas jurídicas pagarán el Impuesto sobre la Renta del año 2011 y siguientes a una tasa del 25%, que resulte de la renta neta gravable.

(11) Contingencias

Los abogados Galindo Arias & López, abogados de la Empresa, en su nota fechada el 28 de febrero de 2019, expresan lo siguiente:

- No tenemos conocimiento de ningún reclamo o gravamen pendiente por razón de impuestos o de cualquier otra índole contra Kadima Holding, S.A.
- No tenemos conocimientos de ningún juicio en el cual Kadima Holding, S.A., se parte interesada.
- Al 31 de diciembre de 2018 y a la fecha de esta carta, Kadima Holding, S.A., no tiene saldo pendiente en concepto de honorarios profesionales por servicios prestados.

(12) Administración de riesgos financieros

Un instrumento financiero es cualquier contrato que origina un activo en una entidad y un pasivo financiero de instrumento de capital en otra entidad. Las actividades de la Empresa se relacionan principalmente con el uso de instrumentos financieros y como tal, el balance de situación financiera se compone principalmente de dichos instrumentos.

Factores de riesgos financieros
Las actividades de la Empresa la exponen a una variedad de riesgos financieros tales como: riesgo de crédito, riesgo de liquidez y financiamiento, riego operacional y riesgo de tasa de interés. El programa global de administración de riesgos de la Empresa se enfoca en lo impredecible de los mercados financieros y busca minimizar los posibles efectos adversos en su gestión financiera.

Por el desarrollo de sus actividades Kadima Holdings, S.A., está expuestas a los siguientes riesgos:

(a) Riesgo de crédito
La Administración ha establecido políticas para el otorgamiento de crédito. Este está sujeto a evaluaciones en las que se considera la capacidad de pago, el historial y las referencias de cada cliente actual y potencial. La exposición al riesgo crediticio es monitoreada constantemente de acuerdo con el comportamiento de pago de los deudores.

(b) Riesgo de liquidez y financiamiento
La Empresa da seguimiento diario a su posición de liquidez, manteniendo activos líquidos mayores que los pasivos líquidos, considerando el vencimiento de sus activos financieros y efectúa periódicamente proyecciones de flujos de efectivo con el objeto de detectar oportunamente los potenciales faltantes o excesos de efectivo para soportar sus operaciones.

(12) Administración de riesgos financieros (Continuación)

(c) Riesgo operacional

El riesgo operacional es el riesgo de pérdidas directas o indirectas potenciales, que están asociadas a inadecuados sistemas de control interno, fallas administrativas, fraudes o errores humanos, fuga de información en los sistemas de tecnología e infraestructura y de factores externos.

(d) Riesgo de tasa de interés

La empresa mantiene pasivos importantes, representados principalmente por préstamos entre partes relacionadas. La Empresa administra este riesgo realizando abonos constantes a estos compromisos con el fin de determinar con un buen grado de certeza los riesgos asociados al costo financiero de los pasivos y, hasta donde las circunstancias se lo permitan, minimizar los efectos de este riesgo.

El objetivo de la Empresa, es de manejar el riesgo operacional, buscando evitar pérdidas financieras y con ello se dañe la reputación del mismo, para así buscar una rentabilidad, utilizando controles que permitan desarrollar un adecuado desarrollo de los procesos.

Informe de los Auditores Independientes

a la Junta Directiva del Fiduciario del

Fideicomiso No.167

(Fideicomiso Kadima Holdings, S.A.)

Administrado por

The Bank Of Nova Scotia (Panamá), S.A.

Estados Financieros

Por el período comprendido del 17 de octubre al
31 de diciembre de 2018

26 de marzo de 2019

Fideicomiso No.167 (Fideicomiso Kadima Holdings, S.A.)
Administrado por The Bank Of Nova Scotia (Panamá), S.A.

Índice de los Estados Financieros
Al 31 de diciembre de 2018

	Páginas
Informe de los Auditores Independientes a la Junta Directiva del Fiduciario del Fideicomiso No.167 (Fideicomiso Kadima Holdings, S.A.) Administrado por The Bank Of Nova Scotia (Panamá), S.A.	1-3
Estado de Activos y Fondos en Fideicomiso	4
Estado de Excedentes de Ingresos sobre Egresos	5
Estado de Movimientos de los Fondos en Fideicomiso	6
Estado de Flujos de Efectivo	7
Notas a los Estados Financieros	8-12

Nexia Auditores (Panamá) S.C.

Vía Brasil, Calle El Acueducto
Edificio Brasil 405,
Piso No. 6
TEL: (507) 302-7800
FAX: (507) 302-7405
www.nexia.com

INFORME DE LOS AUDITORES INDEPENDIENTES A LA JUNTA DIRECTIVA DEL FIDUCIARIO DEL FIDEICOMISO No.167 (FIDEICOMISO KADIMA HOLDINGS, S.A.) ADMINISTRADO POR THE BANK OF NOVA SCOTIA (PANAMÁ), S.A.

Opinión

Hemos auditado los estados financieros del Fideicomiso No.167 (Fideicomiso Kadima Holdings, S.A.) administrado por The Bank Of Nova Scotia (Panamá), S.A. (el Fondo) , que comprenden el estado de activos y fondos en fideicomiso al 31 de diciembre de 2018 y los estados de excedente de ingresos sobre egresos, de movimientos de los fondos en fideicomiso y de flujos de efectivo correspondientes al período comprendido del 17 de octubre al 31 de diciembre de 2018, así como las notas explicativas de los estados financieros que incluyen un resumen de las políticas contables significativas.

En nuestra opinión, los estados financieros adjuntos presentan razonablemente, en todos los aspectos materiales, la situación financiera del Fideicomiso No.167 (Fideicomiso Kadima Holdings, S.A.) administrado por The Bank Of Nova Scotia (Panamá), S.A., al 31 de diciembre de 2018, su desempeño financiero y flujos de efectivo correspondientes al período comprendido del 17 de octubre al 31 de diciembre de 2018, de conformidad con las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).

Fundamento de la Opinión

Hemos llevado a cabo nuestra auditoría de conformidad con las Normas Internacionales de Auditoría (NIA). Nuestras responsabilidades de acuerdo con dichas normas se describen más adelante en la sección Responsabilidad del Auditor en Relación con la Auditoría de los Estados Financieros de nuestro informe. Somos independientes de la Administración del Fondo de conformidad con el Código de Ética para profesionales de la Contabilidad del Consejo de Normas Internacionales de Ética para Contadores (Código de Ética del IESBA) junto con los requerimientos de ética aplicables a nuestra auditoría de los estados financieros en la República de Panamá y hemos cumplido las demás responsabilidades de ética de conformidad con esos requerimientos y con el Código de Ética del IESBA. Consideramos que la evidencia de auditoría que hemos obtenido proporciona una base suficiente y adecuada para nuestra opinión.

Cuestiones Clave de Auditoría

Las cuestiones clave de la auditoría son aquellas cuestiones que, según a juicio profesional, han sido las más significativas en nuestra auditoría de los estados financieros del año actual. Estas cuestiones han sido tratadas en el contexto de nuestra auditoría de los estados financieros en su conjunto y en la formación de nuestra opinión sobre estos, y no expresamos una opinión por separado sobre esas cuestiones. Hemos determinado que no existen cuestiones clave de la auditoría que deban comunicarse en nuestro informe.

Responsabilidad de la Administración y del Gobierno del Fondo en Relación con los Estados Financieros

La Administración del Fondo es responsable de la preparación y presentación razonables de los estados financieros adjuntos de conformidad con las NIIF y del control interno que la Administración considere necesario para permitir la preparación de los estados financieros libres de incorrección material, debido a fraude o error.

En la preparación y presentación de los estados financieros, la Administración es responsable de la valoración de la capacidad del Fondo de continuar como empresa en funcionamiento, haciendo las revelaciones requeridas según corresponda, las cuestiones relacionadas y utilizando el principio contable de empresa en funcionamiento, excepto si la dirección tiene intención de liquidar el Fondo o de cesar sus operaciones.

Los integrantes del gobierno de la Administración del Fondo son responsables de la supervisión de información financiera del Fondo.

Responsabilidad del Auditor en Relación con la Auditoría de los Estados Financieros

Nuestros objetivos son obtener una seguridad razonable de que los estados financieros en su conjunto están libres de incorrección material, debido a fraude o error, y emitir un informe de auditoría que contiene nuestra opinión. Seguridad razonable es un alto grado de seguridad, pero no garantiza que una auditoría realizada de conformidad con las Normas Internacionales de Auditoría (NIA) siempre detecte una incorrección material cuando existe. Las incorrecciones pueden deberse a fraude o error y se consideran materiales si, individualmente o de forma agregada, puede preverse razonablemente que influyan en las decisiones económicas que los usuarios toman basándose en los estados financieros.

Como parte de una auditoría de conformidad con las NIA, aplicamos nuestro juicio profesional y mantenemos una actitud de escepticismo profesional durante toda la auditoría. También:

- Identificamos y evaluamos los riesgos de incorrección material en los estados financieros, debido a fraude o error, diseñamos y aplicamos procedimientos de auditoría para responder a dichos riesgos y obtenemos evidencia de auditoría suficiente y adecuada para proporcionar una base para nuestra opinión. El riesgo de no detectar una incorrección material debido a fraude es más elevado que en el caso de una incorrección material debido a error, ya que el fraude puede implicar colusión, falsificación, omisiones deliberadas, manifestaciones intencionadamente erróneas o la elusión del control interno.

- Obtenemos entendimiento del control interno relevante para la auditoría con el fin de diseñar procedimientos de auditoría que sean adecuados en función de las circunstancias y no con la finalidad de expresar una opinión sobre la efectividad del control interno del Fondo.

- Evaluamos lo adecuado de las políticas contables aplicables y la razonabilidad de las estimaciones contables y la correspondiente información revelada por la Administración.

Nexia
Auditores
(Panamá) S.C.

- Concluimos sobre lo apropiado de la utilización, por la Administración, del principio contable de empresa en funcionamiento y, basándonos en la evidencia de auditoría obtenida, concluimos sobre si existe o no una incertidumbre material relacionada con hechos o con condiciones que pueden generar dudas significativas sobre la capacidad del Fondo para continuar como empresa en funcionamiento. Si concluimos que existe una incertidumbre material, se requiere que llamemos la atención en nuestro informe de auditoría sobre la correspondiente información revelada en los estados financieros o, si dichas revelaciones no son adecuadas, que expresemos una opinión modificada. Nuestras conclusiones se basan en la evidencia de auditoría obtenida hasta la fecha de nuestro informe de auditoría. Sin embargo, eventos o condiciones futuras pueden ser causa de que el Fondo deje de ser una empresa en funcionamiento.

- Evaluamos la presentación en su conjunto, la estructura y el contenido de los estados financieros, incluida la información revelada, y si los estados financieros representan las transacciones y eventos subyacentes de un modo que logran la presentación razonable.

Nos comunicamos con los responsables del gobierno del Fondo en relación con, entre otros asuntos, el alcance y el momento de la realización planificada de la auditoría y los hallazgos significativos de la auditoría, así como cualquier diferencia significativa del control interno que identificamos en el transcurso de la auditoría.

También proporcionamos a los responsables del gobierno del Fondo una declaración de que hemos cumplido los requerimientos de ética aplicables en relación con la independencia y les comunicamos a ellos acerca de todas las relaciones y demás asuntos de las que se puede esperar razonablemente que puedan afectar a nuestra independencia y, en su caso, las correspondientes salvaguardas.

Entre los asuntos que han sido objeto de comunicación con los responsables de la Administración del Fondo, determinamos las que han sido más significativos en la auditoría de los estados financieros del año actual y que son, en consecuencia, las cuestiones clave de la auditoría. Describimos esas cuestiones en nuestro informe de auditoría salvo que las disposiciones legales o reglamentarias prohíban revelar públicamente la cuestión o, en circunstancias extremadamente poco frecuentes, determinemos que una cuestión no se debería de comunicar en nuestro informe porque cabe razonablemente esperar que las consecuencias adversas de hacerlo superarían los beneficios de interés público de la misma.

El socio encargado de la auditoría que ha elaborado este informe de los auditores independientes es Bartolomé Mafla H.

Nexia

Panamá, República de Panamá.
26 de marzo de 2019

Fideicomiso No.167 (Fideicomiso Kadima Holdings, S.A.)
Administrado por The Bank Of Nova Scotia (Panamá), S.A.

Estado de Activos, Pasivos y Fondos en Fideicomiso
Al 31 de diciembre de 2018

	Notas	2018
ACTIVOS		
Efectivo	5	B/. 2,502
Total de activos		B/. 2,502
Contingencia	9	
FONDOS EN FIDEICOMISO		
Aportes en fideicomiso		B/. 2,500
Excedentes acumulados de ingresos sobre egresos		2
Total de fondos en fideicomiso		2,502
Total de fondos en fideicomiso		B/. 2,502

Las notas que se acompañan forman parte integral de estos estados financieros.

Fideicomiso No.167 (Fideicomiso Kadima Holdings, S.A.)
Administrado por The Bank Of Nova Scotia (Panamá), S.A.

Estado de Excedentes de Ingresos sobre Egresos
Por el período comprendido del 17 de octubre al 31 de diciembre de 2018

	Nota	2018
Otros ingresos		
Otros ingresos	6	B/. 2
Total de otros ingresos		2
Excedentes de ingresos sobre egresos		B/. 2

Las notas que se acompañan forman parte integral de estos estados financieros.

Fideicomiso No.167 (Fideicomiso Kadima Holdings, S.A.)
Administrado por The Bank Of Nova Scotia (Panamá), S.A.

Estado de Movimientos de los Fondos en Fideicomiso
Por el período comprendido del 17 de octubre al 31 de diciembre de 2018

	Aportes de fideicomiso	Excedentes acumulados no distribuidos	Total
Saldo al inicio del período	B/. -	B/. -	B/. -
Aportes de fideicomiso	2,500	-	2,500
Excedentes de ingresos sobre egresos	-	2	2
Saldo al 31 de diciembre de 2018	B/. 2,500	B/. 2	B/. 2,502

Las notas que se acompañan forman parte integral de estos estados financieros.

Fideicomiso No.167 (Fideicomiso Kadima Holdings, S.A.)
Administrado por The Bank Of Nova Scotia (Panamá), S.A.

Estado de Flujos de Efectivo
Por el período comprendido del 17 de octubre al 31 de diciembre de 2018

	Notas	2018
Flujos de efectivo de las actividades de operación		
Excedente neto de ingresos sobre egresos		B/. 2
Flujos de efectivo antes de los movimientos en el activo		2
Flujos de efectivo por las actividades de financiamiento		
Aportes en fideicomiso		2,500
Flujos de efectivo provistos por las actividades de financiamiento		2,500
Aumento en el efectivo		2,502
Efectivo al inicio del período		-
Efectivo al final del período	5	B/. 2,502

Las notas que se acompañan forman parte integral de estos estados financieros.

(1) Información corporativa

Mediante instrumento privado del 17 de octubre de 2018, fue inscrito el fideicomiso de garantía el cual designa a The Bank Of Nova Scotia (Panamá), S.A., como fiduciario y está inscrita en el Registro Público en el Rollo 1130136, Imagen 1 y Ficha 566776 de la Sociedad Mercantil, quien para efectos de controles internos y separación de patrimonio asignó al fideicomiso (Fideicomiso Kadima Holdings, S.A.) el número de registro "167", (el Fondo).

Las operaciones de fideicomiso en la República de Panamá, están reguladas por la Superintendencia de Bancos de Panamá según la Ley 1 del 5 de enero de 1984, reglamentada con el Decreto Ejecutivo 16 del 3 de octubre de 1984.

La oficina está ubicada en Torre de Las Américas, Piso 5, Punta Pacifica, San Francisco, Ciudad de Panamá, República de Panamá.

Estos estados financieros, al 31 de diciembre de 2018, fueron autorizados para su emisión por la Administración del Fondo el 26 de marzo de 2019.

(2) Declaración de cumplimiento

Los estados financieros, del Fideicomiso No.167 (Fideicomiso Kadima Holdings, S.A.) Administrado por The Bank Of Nova Scotia (Panamá), S.A., al 31 de diciembre de 2018, han sido preparados de acuerdo con las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).

(3) Base de preparación de los estados financieros

(a) Base de valuación y moneda de presentación

Los estados financieros son preparados en base al valor razonable para los activos financieros.

Estos estados financieros están expresados en Balboas (B/.), la unidad monetaria de la República de Panamá, la cual está a la par y es de libre cambio con el Dólar (US$) de los Estados Unidos de América. La República de Panamá no emite papel moneda propio y en su lugar, utiliza el Dólar de los Estados Unidos de América como moneda de curso legal.

(4) Resumen de las principales políticas de contabilidad

(a) Efectivo

El efectivo está representado por el efectivo y depósitos en cuentas bancarias mantenidos en bancos locales.

(b) Aporte en fideicomiso

Los aportes en fideicomisos corresponden a efectivo y podrá aumentarse indefinidamente hasta el cierre del Fideicomiso.

(c) Reconocimiento de los ingresos

Los ingresos por intereses son acumulados sobre una base de tiempo, por referencia al principal pendiente y la tasa de interés aplicable. La acumulación de intereses es descontinuada cuando, en opinión de la Administración, existe la posibilidad de que el deudor no pueda cumplir con los pagos que la Financiera espera a su vencimiento. El ingreso por interés es posteriormente reconocido por los pagos recibidos.

(d) Reconocimiento de costo y gastos

Los costos y gastos se reconocen en el estado de resultados integrales inmediatamente como tal cuando el desembolso correspondiente no produce beneficios económicos futuros, o cuando, y en la medida que, tales beneficios futuros no cumplen o dejan de cumplir las condiciones para su reconocimiento como activos en el estado de activos, pasivos y fondos en fideicomiso.

(e) Instrumentos financieros

Los activos y pasivos financieros son reconocidos en el estado de activos, pasivos y fondos en fideicomiso del Fondo cuando estás se han convertido en parte obligada contractual del instrumento.

Activos financieros

Los activos financieros se reconocen en el estado de activos, pasivos y fondos en fideicomiso del Fondo cuando se lleva a cabo su adquisición.

Pasivos financieros y patrimonio

Los pasivos financieros y los instrumentos de patrimonio se clasifican conforme al contenido de los acuerdos contractuales pactados y teniendo en cuenta el fondo económico. Un instrumento de patrimonio es un contrato que representa una participación residual en el patrimonio del Fondo una vez deducidos todos sus pasivos.

(f) Nuevas Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) e interpretaciones aún no adoptadas.

NIIF 16 Arrendamientos, esta norma reemplaza la actual NIC 17. La NIIF 16 es efectiva para los períodos anuales que inicien en/o después del 1 de enero de 2019.

(5) Efectivo

Al 31 de diciembre, el efectivo se detalla a continuación:

	2018
Banco:	
Cuenta ahorros:	
The Bank Of Nova Scotia (Panamá). S.A.	B/. 2,502

(6) Otros ingresos

Al 31 de diciembre, los otros ingresos corresponden a intereses mensuales ganados sobre el saldo de las cuentas de ahorros corrientes que mantiene el Fondo en bancos locales.

(7) Valor razonable de activos y pasivos

El valor razonable estimado es el monto por el cual los instrumentos financieros pueden ser negociados en una transacción común entre las partes interesadas, en condiciones diferentes a una venta forzada o liquidación, y es mejor evidenciado mediante cotizaciones de mercado, si existe alguno.

Las estimaciones del valor razonables son efectuadas a una fecha determinada, basada en estimaciones de mercado y en información sobre los instrumentos financieros. Estos estimados no reflejan cualquier prima o descuento que pueda resultar de la oferta para la venta de un instrumento financiero particular a una fecha dada. Estas estimaciones son subjetivas y por naturaleza involucran incertidumbres y asunto de mucho juicio, por lo tanto, no pueden ser determinadas con exactitud. Cualquier cambio en la suposición o criterio puede afectar en forma significativa las estimaciones.

A continuación, se presenta un resumen de los supuestos utilizados en la estimación de valor razonable de los instrumentos financieros más importantes del Fondo:

a) Depósitos en bancos
El valor en libros de los depósitos en bancos se aproxima al valor razonable por su liquidez y vencimiento a corto plazo.

b) Estimaciones criticas de contabilidad y juicios en la aplicación de políticas contables
El Fondo efectúa estimaciones y asunciones que afectan los montos reportados de los activos y pasivos dentro del siguiente año fiscal. Las estimaciones y juicios son continuamente evaluados y están basados en la experiencia histórica y otros factores incluyendo expectativas de eventos futuros que se creen son razonables bajo las circunstancias.

(8) Contingencia

La firma de Abogados Galindo Arias & López, en su calidad de Asesores Legales, en su nota fechada el 28 de febrero de 2019, informa que, al 31 de diciembre de 2018, no manejan ningún litigio, proceso judicial o reclamo ni a favor ni en contra del Fondo.

(9) Administración de riesgos de instrumentos financieros

Un instrumento financiero es un contrato que origina un activo financiero para una de las partes y a la vez un pasivo financiero o instrumento patrimonial para la contraparte. El estado de Activos, Pasivos y Fondo en Fideicomiso incluye instrumentos financieros.

Los principales riesgos identificados por el Fondo son los riesgos de crédito, riesgo de liquidez, riesgo de tasa de interés y riesgo de mercado los cuales se describen a continuación:

(a) Riesgo de crédito
Los activos de los fondos en fideicomisos están expuestos al riesgo de crédito que es el riesgo de que la contraparte no cumpla con los pagos de manera completa y a tiempo. Los activos financieros que potencialmente presentan riesgos crediticios, consisten primordialmente en depósitos en bancos que devengan intereses y cuentas por cobrar.

Para mitigar el riesgo, el Fondo evalúa y aprueba cada solicitud de crédito antes de efectuar cualquier transacción y monitorea periódicamente la condición financiera de los deudores o emisores respectivos.

(b) Riesgo de liquidez
El riesgo de liquidez es el riesgo de que el Fondo no pueda cumplir con todas sus obligaciones. El Fondo mitiga este riesgo estableciendo límites en la proporción mínima de los fondos que deben ser mantenidos en instrumentos de altas liquidez.

(c) Riesgo de tasa de interés
Los fondos en fideicomisos están expuestos a los efectos de fluctuaciones en las tasas de interés prevalecientes en el mercado, en su situación financiera y flujos de efectivo. La exposición a este riesgo es el resultado de no controlar los márgenes que deben existir entre sus activos y pasivos.

La Administración del Fondo administra este riesgo mediante políticas que controlan los límites por instrumentos financiero, incluyendo la exposición máxima de pérdidas sobre el valor razonable de dichos instrumentos, las ganancias futuras y los flujos de efectivo. Estas políticas consideran el mantener márgenes prudentes entre los activos y pasivos.

(9) Administración de riesgos de instrumentos financieros

(c) Riesgo de tasa de interés (continuación)

La Administración del Fondo para el riesgo de tasa de interés para los activos y pasivos considera factores tales como las cláusulas contractuales, las fechas de revisión de los valores e instrumentos de mercado, las tasas efectivas y los vencimientos de los instrumentos financieros bajo ambas categorías. Los contratos de crédito fijan la tasa de interés vigente para cada préstamo.

(d) Riesgo de mercado

Es el riesgo de que el valor de un activo financiero del Fondo se reduzca por causa de cambio en la tasa de interés, en los precios accionarios y otras variables financieras, así como la reacción de los participantes de los mercados de valores o eventos políticos y económicos.

Los riesgos de mercado que surgen de las actividades negociables y no negociables están concentrados en la Administración.

KADIMA HOLDINGS, S.A.
Programa Rotativo de Bonos Corporativos

Comité No. xx/2019

Informe con EEFF no auditados al 30 de junio de 2018
Periodicidad de actualización: Semestral

Fecha de comité: xx de xxxx de 2018
Sector Inmobiliario/Panamá

Equipo de Análisis

Luis Chang
lchang@ratingspcr.com

Iolanda Montuori
imontuori@ratingspcr.com

(502) 6635.2166

HISTORIAL DE CLASIFICACIONES

Fecha de información	dic-17	jun-18
Fecha de comité	04/10/2018	
Programa Rotativo de Bonos Corporativos	PA A-	
Perspectivas	Estable	

Resumen Ejecutivo

La calificación de riesgo otorgada a la emisión del Programa Rotativo de Bonos Corporativos de Kadima Holdings, S.A. se fundamenta en la evaluación de los siguientes aspectos:

- **Ajustados niveles de Rentabilidad**. Para la fecha de análisis, los ingresos consolidados de la relacionadas se ubicaron en B/. 2.2 millones, donde la inmobiliaria Inversiones La Clave, S.A. represento la principal fuente de ingresos en 32.4% (B/. 701.8 miles), por su parte los gastos totalizaron conjuntamente en B/. 2.2 millones, registrando una utilidad neta en B/. 3.9 miles, con un margen neto en promedio de 10.33%. Cabe mencionar que las inmobiliarias DDJ, S.A. y Village Office, S.A. presentaron indicadores de rentabilidad patrimonial negativos en -12.6% y -18.7% respectivamente, derivados del patrimonio negativo como resultado del Deficit acumulado, por su parte, Inversiones La Clase, S.A. presentó un ROA negativo en 0.38%, producto de la perdida en la Utilidad neta por gastos generales y administrativos.

- **Adecuada Cobertura Proyectada de la Emisión.** Según las proyecciones de Kadima Holdings, S.A. se observó un amplio nivel de cobertura de EBITDA sobre gastos financieros de Bonos Senior en 6.4 veces, durante el periodo de la emisión, derivado principalmente del arrendamiento de oficinas y locales comerciales de sus empresas relacionadas. Asimismo, la cobertura sobre el Servicio de Deuda Bono Senior se ubicó en 1.19 veces en promedio, para el cumplimiento del pago de sus obligaciones.

- **Apropiadas Garantías de la Emisión.** La emisión se encuentra respaldado por un Fideicomiso de Garantía cuyo patrimonio está compuesta mediante primera hipoteca y anticresis constituida por el fideicomitente sobre las fincas en propiedad de las inmobiliarias, en favor de El Fiduciario con un valor de B/. 63.2 millones, lo que representa un 70.3% del total de la emisión (B/. 90 millones), el cual tiene como finalidad garantizar y facilitar, el pago de las sumas adeudadas o que lleguen a adeudar a través de los bonos garantizados.

- **Respaldo de sus Relacionadas.** El emisor es una empresa recientemente creada que se dedicara entre otras cosas, a extender facilidades de crédito a sus empresas relacionadas. Quienes a sus ves cuentan con una amplia experiencia en el mercado inmobiliario en el arrendamiento de oficinas y locales comerciales, con más de 5 años en el sector.

Metodología Utilizada

La opinión contenida en el informe se ha basado en la aplicación de la metodología para Clasificación de Instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo, acciones preferentes y emisores (Panamá) aprobada en Comité de Metodología el 09 de noviembre de 2017.

Información Utilizada para la Clasificación

- **Perfil de la Holding y de las Inmobiliarias Relacionadas:** Historia, Gobierno Corporativo y Estructura organizacional.
- **Información financiera:** Estados Financieros Auditados al 31 de diciembre de 2017 y estados Financieros no auditados al 30 de junio de 2018 de Kadima Holdings, S.A., e inmobiliarias relacionadas a la Holding.
- **Riesgo Crediticio:** Avalúo de los activos inmobiliarios entregados en Garantía.
- **Riesgo de Liquidez y Solvencia:** Proyecciones financieras de la emisión y de las inmobiliarias relacionadas a la Holding.

Limitaciones y Limitaciones Potenciales para la clasificación

- **Limitaciones encontradas:**
  La información no fue entregada de manera ordenada por parte del cliente.
  Los Estados Financieros no se encuentran auditados por una entidad ajena a la compañía.
- **Limitaciones potenciales: (Riesgos Previsibles)**
  Los ingresos del emisor provenientes de las empresas relacionadas están sujetos a leves variaciones dado que la información de las mismas, no fue presentada con claridad.

Contexto Económico

A junio de 2018, el Índice Mensual de Actividad Económica (IMAE) creció 3.2%, inferior a la variación registrada en el mismo período de 2017 (5.1%). Según las proyecciones anuales del Fondo Monetario Internacional, la región de América Latina y el Caribe tendrá un crecimiento de 1.6% para el 2018, cifra inferior al crecimiento reportado por Panamá al segundo trimestre. El comportamiento de Panamá fue impulsado por el sector de transporte, almacenamiento y comunicaciones, derivado del aumento del transporte aéreo de pasajeros (+10.9%) y los ingresos de peajes en el canal (+9.6%); el comportamiento de la economía también es justificado por el incremento en las exportaciones en la actividad pesquera (+9%) y por mayor generación de fuentes renovables (+3.4%), impulsado por la demanda.

El saldo de la deuda pública total aumentó en B/. 1,319.7 millones (+5.8%) respecto al cierre del segundo trimestre de 2017. Durante este periodo se realizaron diversas aportaciones en función a la mitigación de la deuda de parte de Organismos Multilaterales y del BID por B/. 52.2 millones; así como B/. 0.9 millones correspondientes al programa eficiencia del sector público y aguas residuales de Burunga y B/. 31.4 millones provenientes de diversos programas contratados con el Banco de Desarrollo de América Latina. La deuda pública externa representó el 80.9% del total de la deuda pública, mientras que la deuda pública interna el 19.1%.

Por su parte, las exportaciones FOB (libre a bordo) de Panamá al segundo trimestre reflejaron un crecimiento de 11.1%, principalmente por el incremento en la exportación de desechos de acero, cobre y aluminio (+47.1%), azúcar sin refinar (+29.7%), madera en bruto (+27.1%) y contrarrestado por la caída en las exportaciones de pieles y cuero, y melón (-59.7% y -47.8% respectivamente). Las importaciones CIF (costo, seguro y flete) tuvieron un crecimiento interanual de 8.2%, por el incremento registrado en los bienes de consumo (+10.1%) y bienes intermedios (+8.2%), manteniendo una balanza comercial negativa.

Contexto Sector

Desde mediados del 2016, el mercado inmobiliario en Panamá se encuentra en expansión como consecuencia de una evolución general del mercado y la aparición constante de nuevos desarrollos. A junio 2018, la categoría de actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler mostró un crecimiento anual en su valor agregado bruto de 3.7%, debido a la mayor actividad inmobiliaria de uso final propio, la cual creció en 3.5%, favorecida por la oferta de edificaciones residenciales construidas en años previos. En general, el sector mostró un desempeño dinámico con tasas de crecimiento trimestrales por arriba de 1.3%, siendo esta tasa de crecimiento al cierre del segundo trimestre de 2018 de 3.8%. Asimismo, esta categoría representó el 8.7% del PIB a la fecha de análisis.

Fuente: INEC /**Elaboración:** PCR

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.

El principal factor de éxito en el mercado de bienes raíces es determinar la viabilidad o rentabilidad a largo plazo de la propiedad. Para ello, es importante considerar:

- El costo de adquisición de la propiedad, el cual deberá ser menor o similar al de otros bienes con los cuales competirá dicho bien en el mercado de alquiler.
- La ubicación de la propiedad, la cual es fundamental para obtener los niveles de ocupación necesarios.
- El canon de arrendamiento de la propiedad que deberá ser de acuerdo con las características, ubicación, accesibilidad y entorno que ofrece la propiedad. El Emisor compite en el mercado de inversión y alquiler de locales comerciales.

Análisis Cualitativo de Kadima Holdings, S.A.

Reseña

Kadima Holdings, S.A. (El Emisor) es una sociedad anónima organizada de acuerdo con las leyes de la República de Panamá, mediante Escritura Pública No.10,532 del 13 de julio de 2017, la cual se encuentra inscrita al Folio No.155652397 de la sección de micropelículas (Mercantil) del Registro Público de la República de Panamá. La cual inició operaciones en octubre de 2017, ubicada en el domicilio Grand Plaza, Piso 6, Boulevard Pacífica, Punta Pacífica, Panamá, República de Panamá.

La actividad principal de la Holding es ser tenedora de acciones y es una sociedad constituida con el fin de servir como emisor de bonos. El Emisor no cuenta con operaciones importantes, ni personal, ni operaciones que puedan representar una fuente de pago adicional. Es una empresa tenedora de acciones que se dedicará, entre otras cosas, a extenderle facilidades de crédito a sus empresas relacionadas, las cuales a su vez se dedican al arrendamiento de oficinas y locales comerciales, por ende, el éxito de las operaciones del Emisor depende directamente de la demanda existente para el arrendamiento y/o compra de productos o servicios similares.

Actualmente, la Holding está realizando una Emisión Pública de Bonos Corporativos bajo un programa rotativo en el cual el capital de los Bonos Corporativos emitidos y en circulación no podrá exceder los B/. 90 millones en ningún momento. Los Bonos Corporativos serán emitidos de manera rotativa en tantas series como determine el Emisor, cuyo monto, plazo, tasa de interés y vencimiento, serán determinados según sus necesidades y la demanda del mercado en la fecha de oferta de cada serie. Los mismos serán comunicados a la Superintendencia del Mercado de Valores y a la Bolsa de Valores de Panamá mediante un suplemento al prospecto informativo que será presentado por lo menos tres días hábiles antes de la fecha de oferta de la serie correspondiente y de su respectiva negociación en la Bolsa de Valores de Panamá.

Los Bonos Corporativos serán emitidos de forma nominativa y en denominaciones de B/. 1,000 y sus múltiplos. El programa rotativo de los Bonos Corporativos tendrá un plazo de vigencia que no excederá 10 años. La tasa de interés anual de las series podrá ser fija o variable a opción del emisor. Para cada serie los intereses serán pagaderos mensual, trimestral o semestralmente, comunicado mediante suplemento al prospecto informativo a más tardar tres días hábiles antes de la fecha de la oferta de las series correspondientes y de su respectiva negociación en la bolsa de Valores de Panamá. Los fondos recaudados por la emisión serán utilizados principalmente para otorgar facilidades crediticias a empresas afiliadas del emisor, así como para capital de trabajo del Emisor, subsidiarias y afiliadas.

Gobierno Corporativo

Kadima Holdings, S.A. cuenta con un capital en acciones de B/. 10 mil, el cual se encuentra suscrito más no pagado. El accionista mayoritario es Jimmy Yohoros con una participación accionaria del 48.2%. Los accionistas cuentan con una amplia experiencia en el desarrollo de proyectos inmobiliarios, residenciales, comerciales y de construcción. A continuación, se detalla la composición accionaria al 30 de junio de 2018:

COMPOSICIÓN ACCIONARIA

Accionista	Participación
Jimmy Raymond Yohoros Abadi	48.2%
Morris Ezra Hefeitz Sasson	23.4%
Hernán Posada	9.6%
Diego Herrera Dutari	9.4%
Eric Daizen Endara Saiga	9.4%
Total	**100.00%**

Fuente: Kadima Holdings, S.A. / **Elaboración:** PCR

Kadima Holdings, S.A. está representada por una Junta Directiva que se encarga de la toma de decisiones y el establecimiento de políticas. Los directores de la Holding cuentan con más de quince años de experiencia en todo el ciclo de la industria de bienes y raíces, desde la adquisición de terrenos, conceptualización de productos inmobiliarios, construcción, venta y alquiler para sectores comerciales, industriales y residenciales. Al período de estudio, el Directorio está conformado de la siguiente forma:

JUNTA DIRECTIVA

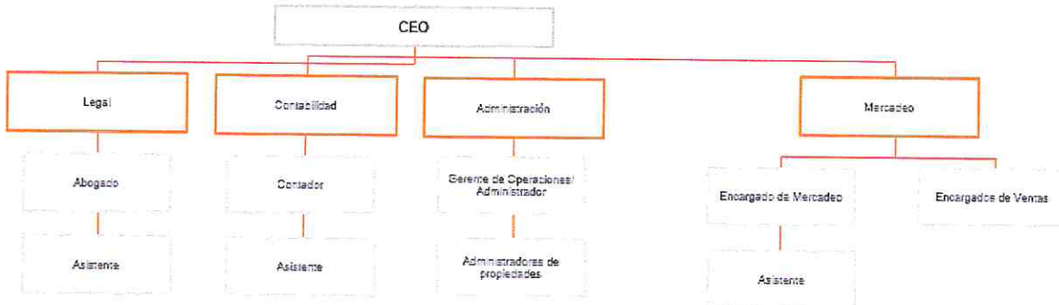
Nombre	Cargo
Jimmy Raymond Yohoros Abadi	Presidente
Eric Daizen Endara Saiga	Vicepresidente
Diego Herrera Dutari	Secretario
Morris Ezra Hefeitz Sasson	Tesorero

Fuente: Kadima Holdings, S.A. / **Elaboración:** PCR

Salvo que la Junta Directiva disponga otra cosa, el presidente tendrá la representación legal de la sociedad; en caso de ausencia, la ostentará en su orden el vicepresidente, el secretario o el tesorero.

Organigrama

Las empresas relacionadas, exclusivamente para el portafolio de propiedades de renta, cuenta con el siguiente organigrama:



Fuente: Kadima Holdings, S.A. / **Elaboración:** PCR

Empresas Relacionadas

Las empresas relacionas a Kadima Holdings, S.A. son las siguientes:

Ribbon Assets, S.A. Fue constituida en la República de Panamá el 13 de agosto de 2008 e inició operaciones en enero de 2010. La empresa se dedica principalmente a la promoción, venta y administración de bienes inmuebles propios. A su vez, desarrolla proyectos inmobiliarios, ya sea para la venta o alquiler y cualquier otra actividad asociada. Actualmente la empresa cuenta con las siguientes propiedades comerciales:

- **Edificio Oficentro del Este y Plaza comercial Galería del Este.** Cuentan con una superficie de 6,375.36 m2 y se encuentran ubicados en la calle principal, Sector Chanis, Parque Lefevre, Panamá. La plaza comercial Galerías del Este, cuenta con 23 locales construidos como primera etapa en el año 2010. Posteriormente en una segunda etapa se construyeron 5 locales comerciales más. Por su parte, el edificio Oficentro del Este cuenta con 45 oficinas, 61 estacionamientos, planta eléctrica, área para tanque de reserva, lobby, 2 elevadores y cuarto de servicio.

Village Offices, S.A. Fue constituida en la República de Panamá el 07 de enero de 2010 e inició operaciones en marzo 2017. La empresa se dedica principalmente al alquiler de locales, servicios de administración, asesoría y/o consultoría de negocios. A continuación, se detallan los locales comerciales que maneja la empresa:

- **Locales No. F-01 y F-02, P.H. Santiago Mall.** Cuentan con una superficie de 100,000 m2 y se encuentran ubicados en el P.H. Santiago Mall situado a 3.5 kilómetros del centro de la ciudad de Santiago, específicamente del Parque Juan Demóstenes Arosemen.
- **Local No. I-5, P.H. Mega Mall.** Local con una superficie de 155,277.80 m2, ubicado dentro del P.H. Mega Mall, Sector 24 de diciembre, Panamá.
- **Local No. L-1 y L-2, P.H. The Grand Tower-** Locales comerciales con una superficie de 5,085.67 m2, los cuales se encuentran ubicados en Rotonda del Boulevard Punta Pacífica, P.H. The Grand Tower, Sector Punta Pacífica, San Francisco, Panamá.
- **Local No. PB-52, P.H. Centro Comercial Los Andes Mall.** Local comercial ubicado en la planta baja del P.H. Centro Comercial Los Andes Mall y cuenta con una superficie de 33,182.956 m2.
- **Locales y oficina, P.H. Pacific Village.** Cuenta con una superficie de 7,120.50 m2, misma que se encuentra integrada por 9 locales comerciales, 6 oficinas y 44 estacionamientos.
- **Local Comercial No. PB-N2, P.H. Centro Comercial Westland Mall Los Pueblos**. Ubicado en el Sector El Tecal, Vista Alegre, Panamá Oeste y cuenta con una superficie de 242,310.89 m2.
- **Locales No. L-65 Y L-5, P.H. Centro Comercial Los Pueblos Albrook.** Locales comerciales ubicados en el Sector de Albrook, Ancón, Panamá, los cuales tienen una superficie de 307,837.32 m2.

Inversiones La Clave, S.A. Fue constituida en la República de Panamá el 3 de abril de 2013 e inició operaciones en junio de 2015. La empresa se dedica principalmente a la promoción, desarrollo y venta de proyectos inmobiliarios. Inversiones de Clave, S.A. desarrolló el proyecto denominado Uniplaza, que cuenta con 79 establecimientos

comerciales y está ubicado en la Provincia de Panamá, Distrito de la Chorrera, Corregimiento de Barrio Colón, Urbanización Avenida El Limón, Calle Costa Verde, Edficio P.H. Uniplaza. El proyecto cuenta con una superficie de 34,781.35 m2.

Inmobiliaria Grupo Fuji, S.A. Fue constituida en la República de Panamá el 11 de febrero de 2014 e inició operaciones en octubre del mismo año. La empresa se dedica principalmente a la promoción, venta y administración de bienes inmuebles propios y cualquier otra actividad asociada. Grupo Fuji, S.A. cuenta con 25 locales comerciales, ubicados en P.H. Brisas Mall, Calle Manuel Zarate, Sector Brisas del Golf, Rufina Alfaro, San Miguelito, Panamá. Los 25 locales comerciales cuentan con una superficie de 11,558.60 m2.

Inmobiliaria DDJ, S.A. Fue constituida en la República de Panamá el 11 de febrero de 2014 e inició operaciones en octubre del mismo año. La empresa se dedica principalmente a la promoción, venta y administración de bienes inmuebles propios y cualquier otra actividad asociada. A continuación, se detallan los locales y las oficinas de la empresa:

- **Oficinas No.13 y No.14, P.H. Bay Mall.** Oficinas ubicadas en la Avenida Balboa, P.H. Bay Mall, Sector de Marbella, Bella Vista, Panamá y cuentan con una superficie de 4,027.6090 m2.
- **Local No. 32, P.H. Colón 2000.** Ubicado en P.H. Colón 2000, Sector Colón, Barrio Sur, Panamá y cuenta con una superficie de 20,375.00 m2.
- **Local y Apartamentos ubicados en el P.H. Edificio 77.** 12 apartamentos y un local comercial con una superficie inscrita de 299.25 m2.

Análisis Financiero Kadima Holdings, S.A.

El Emisor Kadima Holdings, S.A. es una empresa recientemente creada, por lo cual PCR no puede analizar el historial de crédito, estados financieros históricos, razones financieras, ni el desempeño del emisor. No obstante, a continuación, se detalla la composición de los Estados Financieros no auditados al 30 de junio de 2018:

Balance General

Al 30 de junio de 2018, los activos de la empresa totalizaron en B/. 10 mil, derivado de las cuentas por cobrar a los accionistas, por su parte los pasivos se situaron en B/. 55.3 miles producto de las cuentas por pagar corresponden al monto que la Holding tiene pendiente de pago con sus proveedores. En cuanto a las cuentas por pagar a partes relacionadas, es una cuenta que no tiene vencimiento, no genera intereses y no tienen forma de pago. Por su parte, el capital en acciones está compuesto por 500 acciones comunes, el cual se encuentra suscrito más no pagado, con un valor total de B/. 10 mil.

BALANCE GENERAL AL 30 DE JUNIO DE 2018
KADIMA HOLDINGS, S.A. (EN B/.)

Activos	Jun-17	Jun-18
Efectivo	-	-
Cuentas por cobrar Accionistas	0	10,000
Total de Activos	**0**	**10,000**
Pasivo		
Pasivos corrientes		
Cuentas por Pagar	8,678	55,288
Total Pasivo Corriente	**8,678**	**55,288**
Pasivo no corriente		
Cuentas por pagar partes relacionadas	38,841	-
Total de Pasivo no corriente	**-**	**-**
Total Pasivo	**47,519**	**55,288**
Posición de los Accionistas		
Capital en acciones	10,000	10,000
Suscripción por Cobrar	(10,000)	
Déficit Acumulado	(47,519)	(47,519)
Utilidad Neta		(7,769)
Total de Posición de los Accionistas	**(47,519)**	**(45,288)**

Fuente: Kadima Holdings, S.A. / **Elaborado por:** PCR

Estado de Resultados

El emisor no tendrá fuentes externas de ingresos y, por los tanto, sus actividades se limitan a ser una tenedora de acciones y el cobro de intereses a sus relacionadas que se dedicará, entre otras cosas, a extenderle facilidades de crédito. Al 30 de junio de 2018, los ingresos de Kadima Holding, S.A. se ubicaron en B/. 33 miles. Mientras que los gastos generales y administrativos ascendieron a B/. 40.8 miles, principalmente por los gastos de servicios profesionales en B/. 40 miles. Derivado de lo anterior se registró una pérdida neta de B/. 7.8 miles, por debajo de lo incurrido en diciembre de 2017 (B/. 47.5 miles).

ESTADO DE RESULTADOS AL 30 DE JUNIO DE 2018
KADIMA HOLDINGS, S.A. (EN B/.)

Detalle	
Total de Ingresos	**33,008**
Gastos generales y administrativos	
Honorarios profesionales	39,999
Comisión por estructuración de bonos	-
Impuestos	678

Licencia Comercial	100
Total de gastos generales y administrativos	**40,777**
Pérdida Neta	**(7,769)**

Fuente: Kadima Holdings, S.A. / **Elaborado por:** PCR

Análisis Financiero de las Inmobiliarias Relacionadas

Las empresas relacionadas al Emisor, al no ser subordinadas del mismo, no son consolidadas por este. No obstante, para realizar el análisis se consolidaron sus resultados:

Activos

Al 30 de junio de 2018, los activos consolidados de las inmobiliarias totalizaron en B/. 48.5 millones, ligeramente inferior a lo reportado en junio de 2017 (B/. xxx). Inversiones La Clave, S.A. presentó la mayor participación dentro de las empresas relacionadas con un 40.6% (B/. 19.7 millones) esto debido a que la misma es dueña del proyecto Uniplaza, seguido de la Inmobiliaria Fuji, S.A. con un 29.7% (14.4 millones), derivado de las operaciones dentro de Brisas Mall. Asimismo, Village Office, S.A. presentó una participación de 18.5% (B/. 9 millones) del total de activos consolidados, propietaria de distintos locales y oficinas en Santiago Mall, Mega Mall, The Grand Tower entre otros. El restante de activos se compuso en B/. 5.4 millones a través de Ribbon Assets, S.A. e Inmobiliaria DDJ, S.A.

Total de Activos a Junio de 2018 (Miles de B/.)						
	Village Office, S.A.	Ribbon Assets, S.A.	Inversiones La Clave, S.A.	Inmobiliaria Fuji, S.A.	Inmobiliaria DDJ, S.A.	Total
Efectivo	130.69	28.17	44.96	210.70	14.42	428.94
Cuentas por Cobrar	167.49	89.94	24.08	718.04	10.40	1,009.94
Gastos e Impuestos pagados por anticipado	0.00	0.04	0.00	0.00	0.00	0.04
Activo Corriente	**298.18**	**118.15**	**69.03**	**928.74**	**24.82**	**1,438.92**
Propiedades de inversión, neta	7,663.38	4,640.89	19,101.56	13,501.08	607.92	45,514.83
Vehículos, Mobiliarios y Enseres, Neto	113.02	9.73	0.00	5.06	0.00	127.81
Cuentas por cobrar entre partes relacionadas	0.00	12.99	0.00	0.00	2.21	15.20
Adelantos a compra de Inmuebles	362.98	0.00	0.00	0.00	0.00	362.98
Otros Activos	545.38	6.70	515.67	0.73	3.92	1,072.41
Activo No Corriente	**8,684.76**	**4,670.31**	**19,617.23**	**13,506.88**	**614.04**	**47,093.23**
Total Activo	**8,982.94**	**4,788.46**	**19,686.27**	**14,435.62**	**638.86**	**48,532.15**

Fuente: Kadima Holdings, S.A. / **Elaborado por:** PCR

Pasivos

Para la fecha de análisis los pasivos consolidados de las inmobiliarias ascendieron a B/. 47.2 millones, inferior en x.xx% respecto a lo registrado en junio de 2017 (B/. xxxx). La principal fuente de fondeo de las inmobiliarias fueron las cuentas por pagar a accionistas. Las cuentas en mención corresponden a desembolsos recibidos para la compra de los terrenos o para el desarrollo de propiedades de inversión. Dichos fondos no tienen plan de pago, fecha de vencimiento, ni devengan intereses.

Para el primer semestre de 2018, los pasivos de Inversiones La Clave, S.A. se ubicaron en B/. 19.9 millones, siendo esta la principal relacionada con mayores obligaciones, seguido de la Inmobiliaria Fuji, S.A, la cual se situó en B/. 11.8 millones, producto de sus pasivos corrientes y Village Office con B/. 9.1 millones. El resto de los pasivos se compuso en B/. 6.4 millones por Ribbon Assets, S.A. e Inmobiliaria DDJ, S.A. con una participación de 13.6% dentro del total de pasivos consolidados.

Tota de Pasivos a Junio de 2018 (Miles de B/.)						
	Village Office, S.A.	Ribbon Assets, S.A.	Inversiones La Clave, S.A.	Inmobiliaria Fuji, S.A.	Inmobiliaria DDJ, S.A.	Total
Cuentas por Pagar	1,201.28	1,790.13	302.54	1,901.79	42.20	5,237.94
Obligaciones Bancarias	5,451.51	145.50	14,358.53	10,187.78	0.00	30,143.32
Gastos e Impuestos Acumulados por Pagar	7.36	5.25	0.00	-393.86	0.97	-380.28
Anticipos Recibidos de Clientes	69.33	21.40	0.00	0.25	6.30	97.28
Retenido por pagar a Boulder C Inc.	32.98	76.81	9.18	83.13	10.40	212.50
Pasivo Corriente	**6,762.46**	**2,039.09**	**14,670.25**	**11,779.09**	**59.86**	**35,310.75**
Obligaciones Bancarias	2,335.02	3,493.75	0.00	0.00	0.00	5,828.77
Cuentas por Pagar entre partes relacionadas	0.00	0.00	0.00	0.00	366.05	366.05
Cuentas por Pagar Accionistas	0.00	0.00	4,800.00	0.00	443.68	5,243.68
Ingresos Diferidos	0.00	0.00	31.69	0.00	0.00	31.69

Depositos Recibidos en Garantía	0.00	0.00	375.65	0.00	0.00	375.65
Pasivo No Corriente	**2,335.02**	**3,493.75**	**5,207.34**	**0.00**	**809.73**	**11,845.84**
Total Pasivo	**9,097.48**	**5,532.84**	**19,877.59**	**11,779.09**	**869.59**	**47,156.59**

Fuente: Kadima Holdings, S.A. / **Elaborado por:** PCR

Patrimonio

Al primer semestre del 2018, las inmobiliarias presentaron un patrimonio negativo derivado del déficit acumulado de periodos anteriores. No obstante, la Inmobiliaria Fuji, S.A. presentó una favorable posición patrimonial en B/. 2.7 millones en relación con la utilidad acumulada. En su conjunto el patrimonio de las empresas relacionadas se situó en B/. 1.4 millones un incremento interanual en B/. (xxx%). Cabe mencionar que el capital social de las empresas se mantiene constante con un valor nominal de B/. 10 mil.

Patrimonio a junio de 2018 (Miles de balboas)						
	Village Office, S.A.	Ribbon Assets, S.A.	Inversiones La Clave, S.A.	Inmobiliaria Fuji, S.A.	Inmobiliaria DDJ, S.A.	Suma Total
Capital social común	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	50.00
Capital pagado en exceso	13.36	0.00	0.00	0.00	-268.79	(255.43)
Déficit Acumulado	-159.35	-770.77	-126.41	2,634.49	0.00	1,577.96
Impuesto Complementario	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-
Utilidad Neta	21.45	16.39	-74.91	12.03	28.06	-
Total patrimonio	**-114.54**	**-744.38**	**-191.32**	**2,656.53**	**-230.73**	**1,372.54**

Fuente: Kadima Holdings, S.A. / **Elaborado por:** PCR

Resultados Financieros

Ingresos

Al 30 de junio de 2018, los ingresos consolidados de las inmobiliarias totalizaron en B/. 2.2 millones, por encima de lo registrado al mismo periodo al año anterior. (junio 2017: B/. xxxx). La principal fuente de ingresos de las empresas relacionadas se concentró en los ingresos por alquiler en 93.2%. Cabe mencionar que la inmobiliaria Inversiones La Clave, S.A. se ubicó como la principal generadora de ingresos con un 32.4% (B/. 701.8 miles) del total de ingresos consolidados, a través de la promoción y desarrollo de Uniplaza. Seguido de las inmobiliarias Fuji, S.A. y Village Office, S.A. en 25.7% y 22.1% respectivamente.

Total de Ingresos a junio de 2018 (Miles de B/.)						
	Village Office, S.A.	Ribbon Assets, S.A.	Inversiones La Clave, S.A.	Inmobiliaria Fuji, S.A.	Inmobiliaria DDJ, S.A.	Suma Total
Ingresos por Alquiler	479.54	337.33	595.56	551.83	55.59	2,019.85
Ingresos por Asesoria	0.00	29.18	105.55	0.00	0.00	134.73
Otros Ingresos	0.11	6.77	0.67	4.49	0.93	12.97
Total de Ingresos	**479.65**	**373.28**	**701.78**	**556.32**	**56.51**	**2,167.54**

Fuente: Kadima Holdings, S.A. / **Elaborado por:** PCR

Gastos

Por su parte, los gastos consolidados de la relacionadas se situaron en B/. 2.2 millones un incremento interanual de B/. (+xxx%), principalmente por los gastos generales y administrativos en relación con los gastos de salarios y deprecación de los inmuebles. Para la fecha de análisis Inversiones La Clave, S.A. reflejó la mayor participación sobre la cantidad de gastos en 35.9% (B/. 776.7 miles).

Total de Costos y Gastos (Miles de B/.)						
	Village Office, S.A.	Ribbon Assets, S.A.	Inversiones La Clave, S.A.	Inmobiliaria Fuji, S.A.	Inmobiliaria DDJ, S.A.	Suma Total
Gastos generales y de administración	-458.20	-356.89	-776.69	-544.29	-28.45	-2,164.53
Gastos financieros	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Otros Gastos	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Impuesto sobre la renta	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Total de Gastos	**-458.20**	**-356.89**	**-776.69**	**-544.29**	**-28.45**	**-2,164.53**

Fuente: Kadima Holdings, S.A. / **Elaborado por:** PCR

Utilidad Neta

A junio de 2018 la Utilidad Neta de las inmobiliarias reflejaron un saldo positivo, producto de la favorable rentabilidad, principalmente sobre sus ingresos por alquiler respectos a sus gastos. No obstante, se observó una pérdida neta, sobre las Inversiones La Clave, derivado de la mayor cantidad de gastos salariales y depreciación, lo que derivó en una reducción interanual en xx% (-xxx) sobre la utilidad consolidad de empresas en comparación al mismo periodo al año anterior.

Resultados Netos (Miles de B/.)						
	Village Office, S.A.	Ribbon Assets, S.A.	Inversiones La Clave, S.A.	Inmobiliaria Fuji, S.A.	Inmobiliaria DDJ, S.A.	Suma Total

Ingresos	479.65	373.28	701.78	556.32	56.51	2,167.54
Gastos	(458.20)	(356.89)	(776.69)	(544.29)	(28.45)	(2,164.53)
Utilidad (pérdida) Neta	**21.45**	**16.39**	**(74.91)**	**12.03**	**28.98**	**3.94**

Fuente: Kadima Holdings, S.A. / **Elaborado por:** PCR

Indicadores de Rentabilidad

Asimismo, las inmobiliarias registraron apropiados indicadores de rentabilidad, a excepción de la inmobiliaria La Clave la cual presentó negativos resultados como consecuencia de la perdida registrado para el periodo analizado. Es importante mencionar que la inmobiliaria DDJ, S.A. mostró un margen operativo y neto de 49.7% y 51.3% respectivamente, por encima de sus pares. Por su parte, derivado de la pérdida registrada en el período, Inversiones La Clave presentó un ROA negativo en -0.38%. Mientras que las inmobiliarias Village Office, S.A. e Inmobiliaria DDj, S.A. mostraron un ROE negativo de -18.73% y -12.56% producto del déficit acumulado en el patrimonio de periodos anteriores.

Indicadores de Rentabilidad					
	Village Office, S.A.	Ribbon Assets, S.A.	Inversiones La Clave, S.A.	Inmobiliaria Fuji, S.A.	Inmobiliaria DDJ, S.A.
Margen Bruto	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
Margen operativo	4.47%	4.39%	-10.67%	2.16%	49.65%
Margen neto	4.47%	4.39%	-10.67%	2.16%	51.29%
Rentabilidad Sobre Activos	0.24%	0.34%	-0.38%	0.08%	4.54%
Rentabilidad Sobre Patrimonio	-18.73%	0.30%	39.16%	0.45%	-12.56%

Fuente: Kadima Holdings, S.A. / **Elaborado por:** PCR

Liquidez

En cuanto a la liquidez, las empresas relacionadas mostraron un bajo índice de liquidez corriente derivado de la mayor cantidad de pasivos corrientes sobre los activos líquidos para el cumplimiento de sus obligaciones. Lo anterior como consecuencia de la mayor cantidad de obligaciones por pagar a corto plazo y obligaciones bancarias. Lo que derivó en un capital de trabajo negativo.

Indicadores de liquidez					
	Village Office, S.A.	Ribbon Assets, S.A.	Inversiones La Clave, S.A.	Inmobiliaria Fuji, S.A.	Inmobiliaria DDJ, S.A.
Capital de trabajo	-6,464	-1,921	-14,601	-10,850	-35
Liquidez corriente	0.04	0.06	0.00	0.08	0.41

Fuente: Kadima Holdings, S.A. / **Elaborado por:** PCR

Endeudamiento y Solvencia

Referente al endeudamiento, las Inmobiliarias reflejan altos índices de deuda, esto debido a los créditos bancarios que han adquirido para financiar los proyectos inmobiliarios. Asimismo, el ratio del patrimonio sobre los activos y la relación de patrimonio a pasivo, para las Inmobiliarias Village Office, Ribbon Assets, Inversiones La Clave e Inmobiliaria DDJ resultó negativa, debido a la contracción en el patrimonio generado por el déficit acumulado. Sin embargo, la Inmobiliaria Fuji reflejó una favorable solvencia patrimonial gracias a la utilidad de los períodos anteriores que fortaleció el patrimonio.

Indicadores de endeudamiento y solvencia					
	Village Office, S.A.	Ribbon Assets, S.A.	Inversiones La Clave, S.A.	Inmobiliaria Fuji, S.A.	Inmobiliaria DDJ, S.A.
Endeudamiento	101.28%	115.55%	100.60%	81.60%	136.12%
Deuda bancaria / Pasivo total	85.59%	65.78%	58.95%	86.49%	200.00%
Patrimonio/ Activo	-1.28%	-15.55%	-0.97%	18.40%	-36.12%
Patrimonio / Pasivo (veces)	-0.01	-0.13	-0.01	0.23	-0.27

Fuente: Kadima Holdings, S.A. / **Elaborado por:** PCR

Tasa de Ocupación Histórica

Al 31 de diciembre de 2017, Grupo Fuji, fue la Inmobiliaria que registró el mayor avance en sus niveles de ocupación al pasar de 6.50% en diciembre de 2016 a 70% en diciembre de 2017. En los períodos anteriores, Fuji presentó una baja ocupación debido a que obtuvo su permiso de ocupación[1] en septiembre de 2016.

Por su parte, Inversiones La Clave no presenta tasas de ocupación históricas, dado a que el proyecto "Uniplaza" se encontraba en procesos de construcción, llegando a su culminación a finales del año 2017. Asimismo, la Inmobiliaria obtuvo su permiso de ocupación en noviembre de 2017.

TASA DE OCUPACIÓN HISTÓRICA (PORCENTAJE)[2]

Inmobiliarias	Dic. 2015	Dic. 2016	Dic. 2017

[1] Requisito previo y necesario para la ocupación legal de edificio u cualquier obra y para la contratación del suministro de agua potable, energía eléctrica, gas, telecomunicaciones y otros servicios.

[2] Tasa de ocupación proporcionada por las Inmobiliarias.

Ribbon Assets	71.60%	80.00%	81.40%
Inmobiliaria Grupo Fuji	-	6.50%	70.00%
La Clave	-	-	-
DDJ	100.00%	100.00%	100.00%
Villa Office	100.00%	100.00%	100.00%

Fuente: Kadima Holdings, S.A. / **Elaborado por:** PCR

Vencimiento de los Contratos

Como se observa en el siguiente cuadro, entre el año 2019 al 2021 llegan a su vencimiento la mayor proporción de contratos de alquiler. En cuanto a los contratos que llegan a su vencimiento en el año 2018, las Inmobiliarias ya han iniciado el proceso de negociación con los clientes. Las Inmobiliarias mitigan el riesgo de una desocupación antes del plazo pactado, estipulando dentro de sus contratos de arrendamiento que, el arrendatario que decida rescindir del contrato antes de la fecha de terminación deberá notificarlo por escrito al arrendador con dos meses de anticipación a la fecha de rescisión y deberá pagar la totalidad del canon de arrendamiento por todo el período estipulado de vigencia del Contrato.

VENCIMIENTO DE LOS CONTRATOS (PORCENTAJE)

Año	Village Office	DDJ	Fuji	Ribbon Assets	Inversiones La Clave
2018	13.04%	-	3.03%	19.05%	-
2019	26.09%	81.25%	25.76%	38.10%	-
2020	13.04%	12.50%	9.09%	4.76%	33.87%
2021	-	6.25%	13.64%	-	45.16%
2022	4.35%	-	-	-	3.23%
2024	-	-	-	-	-
2023	-	-	24.24%	4.76%	6.45%
2025	-	-	-	-	1.61%
2026	-	-	-	-	-
2027	-	-	-	-	-
2028	-	-	-	-	-
2029	-	-	-	4.76%	-
Alquilados por los accionistas[3]	43.48%	-	-	-	-
Disponibles	-	-	24.24%	28.57%	9.68%

Fuente: Kadima Holdings, S.A. / **Elaborado por:** PCR

Instrumento Calificado[4]

PRINCIPALES TÉRMINOS Y CONDICIONES DE LA EMISIÓN

Características	
Instrumento:	Programa Bonos Corporativos Rotativos
Emisor:	Kadima Holdings, S.A.
Series:	Los Bonos Corporativos serán emitidos de manera rotativa en tantas series como determine el Emisor, cada serie podrá tener Bonos Senior y Bonos Subordinados cuyo monto, plazo, tasa de interés y vencimiento, serán determinados según las necesidades del Emisor y la demanda del mercado en la Fecha de Oferta de cada una de dichas Series, los mismos serán comunicados a la Superintendencia del Mercado de Valores y a la Bolsa de Valores de Panamá mediante un suplemento al prospecto informativo que será presentado por lo menos tres (3) días hábiles antes de la fecha de Oferta de la Series correspondiente y de su respectiva negociación en la Bolsa de Valores de Panamá.
Monto de la Oferta:	US$90,000,000.00
Moneda:	Dólares de los Estados Unidos de América "US$".
Plazo de Emisión:	10 años
Tasa de Interés:	La tasa de interés de cada una de las Series será comunicada mediante suplemento al Prospecto Informativo a más tardar tres (3) días hábiles antes de la Fecha de Oferta de la(s) Serie(s) correspondiente(s) y de sus respectivas negociaciones en la Bolsa de Valores de Panamá. La tasa de interés anual para cada una de las Series podrá ser fija o variable, a opción del Emisor. En caso de ser variable, los Bonos de dicha Serie devengaran una Tasa de Interés equivalente a Libor un (1), tres (3) o seis (6) meses, más un margen aplicable y podrá tener una tasa mínima.
Pago de intereses:	Para cada una de las Series, los intereses serán pagaderos trimestralmente, los días quince (15) de cada mes hasta su respectiva fecha de vencimiento. Condiciones especiales de la Serie Subordinada: El emisor solo podrá realizar el pago de intereses de los Bonos de la Serie Subordinada siempre que este al día en el pago de intereses y capital de la Serie a la cual se encuentre subordinada.
Pago de Capital:	El cronograma de amortización de capital de cada una de las Series a ser emitidas será comunicado mediante suplemento al Prospecto Informativo a más tardar tres (3) Días Hábiles antes de la Fecha de Oferta de la(s) Serie(s) Respectiva. Serie Subordinada: El pago de capital de los Bonos de la Serie Subordinada será realizado en la Fecha de Vencimiento, siempre y cuando se haya cancelado el saldo insoluto del Bono Senior al cual se encuentre subordinada.
Rendición Anticipada	Los Bonos Corporativos podrán ser redimidos, total o parcialmente, a opción del Emisor, a partir de la fecha que determine el Emisor mediante el suplemento al Prospecto Informativo y en base a los términos de los Bonos Corporativos de cada Serie. Serie Subordinada: La redención anticipada de los Bonos de las series subordinadas estarán condicionadas a que hayan sido canceladas en su totalidad las Series a las cuales estén subordinadas.
Fuente de Pago	El pago de las obligaciones derivadas de los Bonos Corporativos provendrá de: (i) flujo de Cánones de Arrendamiento; (ii) flujo generado por la venta de fincas de las Empresas Relacionadas; (iii) aportes extraordinarios de los socios o; (iv) refinanciamiento.

[3] Al ser locales arrendados por los accionistas, no tienen fecha de vencimiento.

[4] El Programa Rotativo de Bonos Corporativos que ascenderá hasta US$90 millones, autorizado por la Bolsa de Valores de Panamá, aun no cuenta con un suplemento para la emisión de bonos Senior por US$26,6 millones ni Bonos Subordinados por US$22,2 millones, solo constituye una intención del Emisor.

Estructurador y colocador	MMG Bank Corporation
Garantías:	El cumplimiento de las obligaciones derivadas de los Bonos Corporativos, estarán garantizadas mediante primera hipoteca y anticresis constituida por la Fideicomitente sobre Fincas de propiedad de los Garantes Hipotecarios, Fideicomitente o Fideicomitentes Adherentes y que serán hipotecadas de tiempo en tiempo en favor de El Fiduciario.
Fiduciario:	The Bank of Nova Scotia (Panamá), S.A.
Custodio:	Central Latinoamericana de Valores (Latin Clear)
Uso de los fondos:	Los fondos netos recaudados por la presente Emisión serán utilizados principalmente para el refinanciamiento de obligaciones del Emisor o sus afiliadas, así como para capital de trabajo del emisor y/o subsidiarias y afiliadas.

Fuente: Kadima Holdings, S.A. / **Elaborado por:** PCR

Kadima Holdings, S.A emitirá dos tipos de series de Bonos para cada una de las empresas relacionadas. La serie de Bonos Senior que será adquirida por los bancos que mantengan préstamos con dichas empresas; y otra serie de Bonos Subordinados que serán adquiridas en su totalidad por los accionistas dueños de las empresas relacionadas y a su vez dueños de los inmuebles. El programa de emisión de bonos corporativos ascenderá hasta por US$ 90 millones, los cuales se irán emitiendo de acuerdo con las necesidades del Emisor y la demanda del mercado.

La primera emisión de bonos senior ascenderá a US$26,6 millones, que será la deuda que van a comprar los Bancos. Adicionalmente, la Holding realizará una emisión de Bonos Subordinados por un monto total de US$22,2 millones, que corresponde a la deuda que adquirirán los accionistas de las empresas relacionadas. A continuación, se detalla la emisión por Inmobiliaria:

EMISIÓN POR INMOBILIARIA (MILES DE US$)

Inmobiliaria	Bono Senior	Bono Subordinado
Village Office	2,495.26	7,116.30
Ribbon Assets	3,672.92	1,694.69
Inversiones La Clave	13,893.00	7,546.22
Inmobliaria Fuji	6,500.00	4,905.34
Inmobiliaria DDJ	-	923.25
Total	**26,561.17**	**22,185.79**

Fuente: Kadima Holdings, S.A. / **Elaborado por:** PCR

Garantías de la Emisión

El Emisor garantiza las obligaciones derivadas de los Bonos Corporativos mediante la constitución de un Fideicomiso de Garantía mediante suplemento al prospecto informativo sobre el detalle de los bienes dados en garantía. El propósito principal del Fideicomiso tiene como finalidad garantizar y facilitar, en definitiva, el pago total de las sumas adeudadas o que se lleguen a adeudar por virtud de los bonos de las series garantizadas de la Emisión.

El cumplimiento de las obligaciones derivadas de los Bonos Corporativos, estarán garantizadas mediante primera hipoteca y anticresis constituida por la Fideicomitente sobre Fincas de propiedad de los Garantes Hipotecarios, Fideicomitente o Fideicomitentes Adherentes y que serán hipotecadas de tiempo en tiempo en favor de El Fiduciario. El patrimonio de este fideicomiso (los "Bienes Fideicomitidos") estará constituido por los siguientes activos o bienes:

- Aporte inicial por la suma de quinientos dólares con 00/100 (US$500.00), el cual se deberá mantener como balance mínimo para cada una de las Cuentas de Concentración.
- Primera hipoteca y anticresis sobre las Fincas, tal como dicho término se define en el Contrato de Fideicomiso. El Fideicomitente se obliga a realizar todas las gestiones que sean necesarias a fin de que constituyan a más tardar dentro de los ciento veinte días siguientes contados a partir de la fecha de emisión de las series garantizadas, la primera hipoteca y anticresis con limitación al derecho de dominio sobre las Fincas cuyos valores sean suficiente para satisfacer la Cobertura de Garantías de la Serie garantizada en particular.
- Los dineros que reciba El Fiduciario producto de la ejecución de las garantías reales.
- El importe de las indemnizaciones concedidas o debidas a El Fideicomitente por el asegurador de las Fincas o en virtud de expropiación, en virtud del endoso de las pólizas de seguro que El Fideicomitente realizará a favor de El Fiduciario, incluyendo el endoso de póliza de seguro de incendio, ésta última la cual cubrirá al menos el 80% del valor de las mejoras de las Fincas, y que no será inferior al 100% del monto de la serie garantizada respectiva.
- Cesión irrevocable e incondicional de la totalidad de los Cánones de Arrendamiento provenientes de los Contratos de Arrendamiento, según los mismos se definen en el Contrato de Fideicomiso y que provienen de las Fincas, los cuales serán depositados en la Cuentas de Concentración, en virtud de la cesión de los Cánones de Arrendamiento que realiza El Fideicomitente a favor de El Fiduciario.
- Las sumas depositadas en las Cuentas Fiduciarias sujeto a las condiciones y restricciones de disposición que se establecen en el Contrato de Fideicomiso.
- Cualesquiera otros bienes que, de acuerdo a instrucciones que el Fideicomitente le presente al Fiduciario, de tiempo en tiempo se incorporen al Fideicomiso de conformidad con sus términos los cuales en su caso deberán cumplir con las condiciones de coberturas establecidas en el Contrato de Fideicomiso y el Prospecto Informativo. El Fiduciario quedará investido del título de propiedad de las sumas de dinero que le entregue El Fideicomitente, con el único objeto de destinarlas a los fines del Contrato de Fideicomiso.

Uso de los Fondos

El uso de los fondos netos recaudados de la emisión estará destinado para el refinanciamiento de las obligaciones del emisor y sus afiliadas, así como para el capital de trabajo del Emisor, Subsidiarias y Afiliadas.

Características de los Bienes Inmuebles de las Empresas Relacionadas

A junio de 2018, las inmobiliarias relacionadas registraron un total de 217 oficinas y locales comerciales, los cuales se constituirán como garantías del fideicomiso que respalda la emisión. Con un valor de mercado de las propiedades de B/. 63,236.65 millones y una extensión total de 23,692.62 m².

Avalúo

El 14 de septiembre de 2017, se realizó un avalúo sobre las propiedades de las Inmobiliarias relacionadas al Emisor. A continuación, se detalla el valor de mercado de las propiedades según avalúo:

AVALÚO PROPIEDADES (EN MILES DE BALBOAS)

Inmobiliaria	Propiedad	Valor de Mercado
Village Offices	Local No. F-01, plana baja, P.H. Santiago Mall	360.00
	Local No. F-02, plana baja, P.H. Santiago Mall	671.00
	Local No. I-5, P.H. Mega Mall	480.00
	Local No. L-1 y L-2, Rotonda del Boulevard Punta Pacífica, P.H. The Grand Tower	1,650.00
	Local No. 52, P.H. Los Andes Mall	575.00
	Locales y Oficinas, P.H. Pacific Village	9,065.65
	Local Comercial No. PB-N2, P.H. Centro Comercial Westland Mall Los Pueblos	590.00
	Locales No. L-65 y L-5, P.H. Centro Comercial Los Pueblos Albrook	1,200.00
Total		**14,591.65**
Ribbon Assets	Edificio Oficentro del Este y Plaza Comercial Galería del Este	11,550.00
Total		**11,550.00**
Inversiones La Clave	Edificio Comercial "Uniplaza"	23,975.00
Total		**23,975.00**
Inmobiliaria Fuji	P.H. Brisas Mall	11,980.00
Total		**11,980.00**
Inmobiliaria DDJ	Local y Aptos. P.H., Edificio 77	555.00
	Local No. 32, P.H. Colón 2000	130.00
	Oficina No. 13 y 14, P.H. Bay Mall	455.00
Total		**1,140.00**
Total Avalúo		**63,236.65**

Fuente: Kadima Holdings, S.A. / **Elaborado por:** PCR

El valor total de avaluó cubre el valor total de la emisión en 0.70 veces. Por otra parte, el avalúo realizado presenta una estimación de los ingresos y gastos anuales probables por cada una de las inmobiliarias relacionadas. A continuación, se detalla el valor estimado según avalúo:

INGRESOS Y GASTOS ESTIMADOS SEGÚN AVALÚO
INMOBILIARIAS RELACIONADAS A KADIMA HOLDINGS, S.A. (EN MILES BALBOAS)

Inmobiliaria	Propiedad	Ingreso Anual Probable	Total de Gastos Anuales Estimados	Renta Neta Anual
Village Offices	Local No. F-01, plana baja, P.H. Santiago Mall	34.20	5.13	29.07
	Local No. F-02, plana baja, P.H. Santiago Mall	63.60	9.54	54.06
	Local No. I-5, P.H. Mega Mall	45.00	6.75	38.25
	Local No. L-1 y L-2, Rotonda del Boulevard Punta Pacífica, P.H. The Grand Tower	159.42	19.13	140.29
	Local No. 52, P.H. Los Andes Mall	54.00	8.10	45.90
	Locales y Oficinas, P.H. Pacific Village	875.66	105.08	770.58
	Local Comercial No. PB-N2, P.H. Centro Comercial Westland Mall Los Pueblos	54.60	8.19	46.41
	Locales No. L-65 y L-5, P.H. Centro Comercial Los Pueblos Albrook	102.00	12.24	89.76
Ribbon Assets	Edificio Oficentro del Este y Plaza Comercial Galería del Este	1,293.60	194.04	1,099.56
Inversiones La Clave	Edificio Comercial "Uniplaza"	-	-	-
Inmobiliaria Fuji	P.H. Brisas Mall	1,147.90	189.40	958.49
Inmobiliaria DDJ	Local y Aptos. P.H., Edificio 77	64.20	11.56	52.64
	Local No. 32, P.H. Colón 2000	13.80	2.07	11.73
	Oficina No. 13 y 14, P.H. Bay Mall	17.40	2.61	14.79
Total avalúo		**3,925.38**	**573.84**	**3,351.54**

Fuente: Kadima Holdings, S.A. / **Elaborado por:** PCR

Como se observa en el cuadro anterior, las inmobiliarias que se estima que generan mayores ingresos son Village Ofiices (B/. 1.4 millones), seguido de Ribbon Assets (B/. 1.3 millones) y la Inmobiliaria Fuji (B/. 1.2 millones). Adicionalmente, según avalúo, las inmobiliarias que generan mayores gastos son Ribbon Assets (B/. 194.04 miles), Inmobiliaria Fuji (B/. 189.40 miles) y Village offices (B/. 174.16 miles).

Proyecciones de la Emisión

Estado de Resultados Proyectado

Al analizar las proyecciones del emisor muestra adecuada capacidad de generar flujos futuros, los cuales se consideran razonables y sin ninguna variación que afecte el desempeño financiero de la emisión. A continuación, se muestra el flujo de caja de los bonos proyectado de acuerdo con el escenario base presentado por Kadima Holdings, S.A.:

Dicho escenario base consta de los siguientes supuestos:

- Crecimiento Anual de la Renta del 2%;
- Porcentaje de Ocupación Promedio de las Inmobiliarias Relacionadas del 93%;

- Inflación de los Gastos del 2%;
- Tasa de Interés Bono Senior del 5.75%;
- Tasa de Interés Bono Subordinado del 10%.

Ingresos
La fuente principal de ingresos para el pago de los Bonos Corporativos provendrá de los ingresos por arrendamiento que generen las inmobiliarias relacionadas. Se proyecta que durante los doce años plazo de la emisión, dichos ingresos tendrán un crecimiento anual ponderado del 2%.

Si los montos de los pagos cedidos derivados de los Contratos de Arrendamiento no son suficientes para cubrir los pagos o gastos, que deben ser cubiertos con los fondos depositados en las Cuentas del Fideicomiso, El Fiduciario notificará por escrito de esta situación a El Fideicomitente ocho días hábiles antes de la próxima Fecha de Pago. El Fideicomitente, deberá a más tardar siete Días Hábiles antes de la Fecha de Pago, realizar los aportes que sean necesarios a fin de mantener en las Cuentas los fondos mínimos requeridos para cubrir dichos pagos o gastos. Transcurrido dicho plazo sin que se hayan realizado aportes adicionales, El Fiduciario, notificará al Agente de Pago, Registro y Transferencia. Igualmente serán depositados en las Cuentas de Concentración los fondos producto de la venta, liquidación y ejecución de los Bienes Fideicomitidos, el producto de los reclamos de las pólizas de seguro cedidas al Fideicomiso, así como el efectivo que forme parte de los Bienes Fideicomitidos, en caso de que ocurra un Evento de Incumplimiento, que el mismo no haya sido subsanado y se haya emitido una Declaración de Vencimiento Anticipado por el Agente de Pago, Registro y Transferencia.

Gastos
Durante los doce años plazo de la emisión, los gastos en los que incurrirá el emisor son los gastos administrativos, gastos de la emisión y gastos de depreciación.

El egreso más fuerte será el gasto por intereses que se pagarán sobre la emisión, los cuales en promedio integrarán el 54.96% del total de gastos durante los doce años plazos de la emisión. Dichos gastos irán disminuyendo a medida se vaya cancelando el capital de la deuda.

Las actividades del Emisor se limitan actualmente a aquellas relacionadas con el arrendamiento y administración de propiedades inmobiliarias de las Empresas Relacionadas. Si el flujo de ingresos de las Inmobiliarias llega a verse interrumpido, existe el riesgo de no contar con líneas de crédito operativas para obtener la liquidez necesaria para afrontar los gastos generales, administrativos, operativos y los gastos de servicio a la deuda. Este riesgo pudiese incrementarse en períodos de desaceleración económica.

Utilidad Neta y Flujo de Caja
La tendencia creciente de los ingresos y la adecuada contención del gasto permitirá que la utilidad neta reflejé un crecimiento durante los últimos cuatro años plazo de la emisión.

Luego del pago del principal del Bono Senior, se registrará un flujo de caja antes y después de dividendos negativo. No obstante, debido a que el Bono Subordinado será adquirido por los accionistas dueños de las empresas relacionadas, los rendimientos que generen dichos bonos permitirán reflejar un flujo de caja de accionistas positivo. En tal sentido, esto permitirá que el flujo de caja acumulado refleje un crecimiento ponderado del 35.57%.

Cabe aclarar, que el pago del principal del bono subordinado no se refleja ya que al ser adquiridos por los accionistas serán considerados como aportes de efectivo.

Año de la Emisión	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Ingresos - Alquiler de Propiedad										
Alquiler de Propiedad	4,338	4,425	4,514	4,604	4,696	4,790	4,886	4,984	5,083	5,185
Total de Ingresos	**4,338**	**4,425**	**4,514**	**4,604**	**4,696**	**4,790**	**4,886**	**4,984**	**5,083**	**5,185**
Gastos Operativos										
Administración	1,025	1,045	1,066	1,087	1,109	1,131	1,154	1,177	1,201	1,225
Total de Gastos Operativos	**1,025**	**1,045**	**1,066**	**1,087**	**1,109**	**1,131**	**1,154**	**1,177**	**1,201**	**1,225**
EBITDA	**3,314**	**3,380**	**3,448**	**3,517**	**3,587**	**3,659**	**3,732**	**3,806**	**3,883**	**3,960**
Depreciación	958	958	958	958	958	958	958	958	958	958
EBIT	**2,355**	**2,422**	**2,489**	**2,558**	**2,628**	**2,700**	**2,773**	**2,848**	**2,924**	**3,002**
Cupón Bono Senior	1,527	1,435	1,338	1,236	1,127	1,012	891	762	626	483
Cupón Bono Subordinado	2,219	2,219	2,219	2,219	2,219	2,219	2,219	2,219	2,219	2,219
Total de Gastos Financieros	**3,746**	**3,654**	**3,557**	**3,454**	**3,345**	**3,231**	**3,109**	**2,981**	**2,845**	**2,701**
Ganancia antes de Impuestos	**-1,391**	**-1,232**	**-1,068**	**-896**	**-717**	**-530**	**-336**	**-133**	**79**	**301**
Impuesto sobre la Renta	-	-	-	-	-	-	-	-	20	75
Ganancia Neta Fiscal	**-1,391**	**-1,232**	**-1,068**	**-896**	**-717**	**-530**	**-336**	**-133**	**60**	**226**
Pago de Principal Bono Senior	1,598	1,689	1,787	1,889	1,998	2,113	2,234	2,363	2,499	2,642
+ Depreciación	958	958	958	958	958	958	958	958	958	958
Flujo de Caja antes de Dividendos	**-2,030**	**-1,963**	**-1,896**	**-1,827**	**-1,757**	**-1,685**	**-1,612**	**-1,537**	**-1,481**	**-1,458**
Impuesto Complementario	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Impuestos sobre Dividendos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Flujo de Caja después de Dividendos	**-2,030**	**-1,963**	**-1,896**	**-1,827**	**-1,757**	**-1,685**	**-1,612**	**-1,537**	**-1,481**	**-1,458**
Flujo de Caja Total Accionista	**189**	**255**	**323**	**392**	**462**	**534**	**607**	**682**	**738**	**760**
Flujo de Caja Acumulado	**189**	**444**	**767**	**1,158**	**1,620**	**2,154**	**2,761**	**3,443**	**4,181**	**4,941**

Fuente: Kadima Holdings, S.A. / **Elaborado por:** PCR

Se estima que durante los doce años plazo de la emisión, el ratio de cobertura del servicio de deuda del Bono Senior tendrá un promedio de 1.19 veces. Asimismo, el EBITDA tendrá una cobertura promedio sobre los intereses de la emisión de 6.40 veces. Adicionalmente, se proyecta que el EBITDA tendrá una cobertura de 7.98 veces sobre los intereses del Bono Senior. Por otra parte, el servicio de la deuda en promedio integrará el 0.85 veces del total del EBITDA.

Año de la Emisión	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Cobertura de Servicio de Deuda Bono Senior[5]	1.06	1.08	1.10	1.13	1.15	1.17	1.19	1.22	1.24	1.27
Servicio de Deuda Bono Senior/EBITDA[6]	94%	92%	91%	89%	87%	85%	84%	82%	80%	79%
EBITDA/Intereses Bono Senior	2.17	2.35	2.58	2.85	3.18	3.62	4.19	4.99	6.20	8.21
EBITDA + Depreciación/Intereses Bono Senior	2.80	3.02	3.29	3.62	4.03	4.56	5.27	6.25	7.73	10.19

Fuente: Kadima Holdings, S.A. / **Elaborado por:** PCR

En tal sentido, PCR considera que los bienes inmuebles entregados en garantía presentan capacidad de generar flujos futuros de fondo dentro de las proyecciones establecidas, con lo cual estarían en capacidad de cumplir con los pagos de capital e intereses y demás compromisos, de acuerdo con los términos y condiciones presentadas en la emisión y sus proyecciones.

[5] EBITDA/Intereses más Principal de la Emisión

[6] Intereses más Principal de la Emisión/EBITDA

Resumen de Estados Financieros

BALANCE GENERAL DE KADIMA HOLDINGS, S.A. (EN MILES DE B/.)
AL 30 DE JUNIO DE 2018

Activos	Dic-17	Mar-18	Jun-18
Efectivo	-	-	-
Activos Corrientes	-	-	10,000.00
Total de Activos	**-**	**-**	10,000.00
Pasivo			
Pasivos corrientes			
Cuentas por Pagar	8,678	12,396	55,288
Total Pasivo Corriente	**8,678**	**12,396**	**55,288**
Pasivo no corriente			
Cuentas por pagar partes relacionadas	38,841	35,123	-
Total de Pasivo no corriente	38,841	35,123	-
Total Pasivo	**47,519**	**47,519**	**55,288**
Posición de los Accionistas			
Suscripción por Cobrar	(10,000)	(10,000)	
Déficit Acumulado	(47,519)	(47,519)	-47518.7
Utilidad Neta	-	-	-7769.33
Total de Posición de los Accionistas	**(47,519)**	**(47,519)**	**(45,288)**

Fuente: Kadima Holdings, S.A. / **Elaboración:** PCR

ESTADO DE RESULTADOS DE KADIMA HOLDINGS (EN MILES DE B/.)
AL 30 DE JUNIO DE 2018

Estado de Resultados	Dic-17	Mar-18	Jun-18

Ingresos Totales	-	33,008	33,008
Gastos generales y administrativos			
Honorarios profesionales	15,419	32,848	39,999
Comisión por estructuración de bonos	32,100	-	-
Impuestos	-	160	677.6
Licencia Comercial	-	-	100
Total de gastos generales y administrativos	47,519	33,008	40,777
Pérdida Neta	**(47,519)**	**-**	**(7,769)**

Fuente: Kadima Holdings, S.A. / **Elaboración:** PCR

BALANCE GENERAL INMOBILIAIRIAS (EN MILES DE B/.)
AL 30 DE JUNIO DE 2018

Activo	**Village Office, S.A.**	**Ribbon Assets, S.A.**	**Inversiones La Clave, S.A.**	**Inmobiliaria Fuji, S.A.**	**Inmobiliaria DDJ, S.A.**
Efectivo	130.69	28.17	44.96	210.70	14.42
Cuentas por Cobrar	167.49	89.94	24.08	718.04	10.40
Gastos e Impuestos pagados por anticipado	-	0.04	0.00	0.00	0.00
Activo Corriente	**298.18**	**118.15**	**69.03**	**928.74**	**24.82**
Propiedades de inversión, neta	7,663.38	4,640.89	19,101.56	13,501.08	607.92
Vehículos, Mobiliarios y Enseres, Neto	113.02	9.73	0.00	5.06	0.00
Cuentas por cobrar entre partes relacionadas	-	12.99	0.00	0.00	2.21
Adelantos a compra de inmuebles	362.98	0.00	0.00	0.00	0.00
cuentas por cobrar accionistas	-	0.00	0.00	0.00	0.00
Otros Activos	545.38	6.70	515.67	0.73	3.92
Activo No Corriente	**8,684.76**	**4,670.31**	**19,617.23**	**13,506.88**	**614.04**
Total Activo	**8,982.94**	**4,788.46**	**19,686.27**	**14,435.62**	**638.86**
Pasivo					
Cuentas por Pagar	1,201.28	1,790.13	302.54	1,901.79	42.20
Obligaciones Bancarias	5,451.51	145.50	14,358.53	10,187.78	0.00
Gastos e Impuestos Acumulados por Pagar	7.36	5.25	0.00	-393.86	0.97
Anticipos Recibidos de Clientes	69.33	21.40	0.00	0.25	6.30
Retenido por pagar a Boulder C Inc.	32.98	76.81	9.18	83.13	10.40
Pasivo Corriente	**6,762.46**	**2,039.09**	**14,670.25**	**11,779.09**	**59.86**
Obligaciones Bancarias	2,335.02	3,493.75	0.00	0.00	0.00
Cuentas por Pagar entre partes relacionadas	0.00	0.00	0.00	0.00	366.05
Cuentas por Pagar Accionistas	0.00	0.00	4,800.00	0.00	443.68
Ingresos Diferidos	0.00	0.00	31.69	0.00	0.00
Depósitos Recibidos en Garantía	0.00	0.00	375.65	0.00	0.00
Pasivo No Corriente	**2,335.02**	**3,493.75**	**5,207.34**	**0.00**	**809.73**
Total Pasivo	**9,097.48**	**5,532.84**	**19,877.59**	**11,779.09**	**869.59**
Patrimonio					
Capital social común	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00

Capital pagado en exceso	13.36	0.00	0.00	0.00	-268.79
Déficit Acumulado	-159.35	-770.77	-126.41	2,634.49	0.00
Impuesto Complementario	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Utilidad Neta	21.45	16.39	-74.91	12.03	28.06
Total patrimonio	**-114.54**	**-744.38**	**-191.32**	**2,656.53**	**-230.73**

Fuente: Kadima Holdings, S.A. / **Elaboración:** PCR

ESTADO DE RESULTADOS INMOBILIAIRIAS (EN MILES DE B/.)
AL 30 DE JUNIO DE 2018

Ingresos	**Village Office, S.A.**	**Ribbon Assets, S.A.**	**Inversiones La Clave, S.A.**	**Inmobiliaria Fuji, S.A.**	**Inmobiliaria DDJ, S.A.**
Ingresos por Alquiler	479.54	337.33	595.56	551.83	55.59
Ingresos por Asesoría	0.00	29.18	105.55	0.00	0.00
Otros Ingresos	0.11	6.77	0.67	4.49	0.93
Total de Ingresos	**479.65**	**373.28**	**701.78**	**556.32**	**56.51**
Gastos					
Gastos generales y de administración	-458.20	-356.89	-776.69	-544.29	-28.45
Gastos financieros	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Otros Gastos	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Total de Gastos	**-458.20**	**-356.89**	**-776.69**	**-544.29**	**-28.45**
Utilidad (pérdida) Neta	21.45	16.39	(74.91)	12.03	28.98

Fuente: Kadima Holdings, S.A. / **Elaboración:** PCR

Nota sobre información empleada para el análisis

La información que emplea PCR proviene directamente del emisor o entidad calificada. Es decir, de fuentes oficiales y con firma de responsabilidad, por lo que la confiabilidad e integridad de la misma le corresponden a quien firma. De igual forma en el caso de la información contenida en los informes auditados, la compañía de Auditoria o el Auditor a cargo, son los responsables por su contenido.

Con este antecedente y acorde a lo dispuesto en la normativa vigente, PCR es responsable de la opinión emitida en su calificación de riesgo, considerando que en dicha opinión PCR se pronuncia sobre la información utilizada para el análisis, indicando si esta es suficiente o no para emitir una opinión de riesgo, así como también, en el caso de evidenciarse cualquier acción que contradiga las leyes y regulaciones en donde PCR cuenta con mecanismos para pronunciarse al respecto. PCR, sigue y cumple en todos los casos, con procesos internos de debida diligencia para la revisión de la información recibida.

REPUBLICA DE PANAMA
PAPEL NOTARIAL

REPUBLICA DE PANAMA
27.3.19 8:08:00

NOTARIA DUODECIMA DEL CIRCUITO DE PANAMA

----------**DECLARACIÓN NOTARIAL JURADA**----------

En la ciudad de Panamá, Capital de la República y Cabecera del Circuito Notarial del mismo nombre, a los veintiséis (26) días del mes de marzo de dos mil diecinueve (2019), ante mí **NORMA MARLENIS VELASCO CEDEÑO**, Notaría Pública Duodécima del Circuito de Panamá, con cédula de identidad personal número ocho- dos cinco cero- tres tres ocho (8-250-338), ante mí comparecieron personalmente, **JIMMY YOHOROS,** varón, panameño, mayor de edad, empresario, vecino de esta ciudad, portador de la cédula de identidad personal número ocho- setecientos quince- seiscientos dos (8-715-602), **ERIC ENDARA**, varón, panameño, mayor de edad, empresario, vecino de esta ciudad, portador de la cédula de identidad personal número ocho- tres seis ocho- tres nueve uno (8-368-391), **MORRIS HAFEITZ,** varón, panameño, mayor de edad, empresario, vecino de esta ciudad, portador de la cédula de identidad personal número ocho- siete dos siete- dos tres dos cinco (8-727-2325), Presidente, Vicepresidente y Tesorero, respectivamente de **KADIMA HOLDINGS, S.A.**, sociedad anónima inscrita al folio electrónico número ciento cincuenta y cinco millones seiscientos cincuenta y dos mil trescientos noventa y cuatro (155652394), de la Sección de Mercantil del Registro Público, todos con residencia en el Distrito de Panamá, Provincia de Panamá, personas a quienes conozco y a fin de dar cumplimiento a las disposiciones contenidas en el Acuerdo siete-cero-dos (7-02) de catorce (14) de Octubre de dos mil dos (2002) de La Superintendencia del Mercado de Valores de la República de Panamá, por este medio dejan constancia bajo la gravedad del juramento, lo siguiente: ----------

a. Que cada uno de los firmantes ha revisado el Estado Financiero Anual correspondiente al PERIODO 2018. ----------

b. Que, a sus juicios, los Estados Financieros no contienen informaciones o declaraciones falsas sobre hechos de importancia, ni omiten información sobre hechos de importancia que deban ser divulgados en virtud del Decreto Ley uno (1) de mil novecientos noventa y nueve (1999) y sus reglamentos, o que deban ser divulgados para que las declaraciones hechas en dicho informe no sean tendenciosas o engañosas a la luz de las circunstancias en las que fueron hechas. c. Que a sus juicios los Estados Financieros Anuales y cualquier otra información financiera incluida en los mismos, representan razonablemente en todos sus aspectos la condición financiera y los resultados de las operaciones de **KADIMA HOLDINGS, S.A.** para el período correspondiente del cero uno (01) de enero de dos mil dieciocho (2018) al treinta y uno (31) de diciembre de dos mil dieciocho (2018).

diciembre de dos mil dieciocho (2018). d. Que los firmantes: d.1 Son responsables del establecimiento y mantenimiento de controles internos en la empresa:----------

d.2 Han diseñado los mecanismos de control interno que garanticen que toda la información de importancia sobre **KADIMA HOLDINGS, S.A.**, sean hechas de su conocimiento, particularmente durante el período en el que los **KADIMA HOLDINGS, S.A.**, sean hechas de su conocimiento, particularmente durante el período en el que los reportes han sido preparados.----------

d.3 Han evaluado la efectividad de los controles internos de **KADIMA HOLDINGS, S.A**, dentro de los noventa (90) días previos a la emisión de los Estados Financieros.----------

d.4 Han presentado en los Estados Financieros sus conclusiones sobre la efectividad de los controles internos con base en las evaluaciones efectuadas a esa fecha.----------

e. Que cada uno de los firmantes ha revelado a los auditores y al Comité de auditoría de **KADIMA HOLDINGS, S.A,**, lo siguiente: ----------

e.1 Todas las deficiencias significativas que surjan en el marco del diseño y operación de los controles internos, que puedan afectar negativamente la capacidad de **KADIMA HOLDINGS, S.A,** para registrar, procesar y reportar información financiera, e indicado a los auditores cualquier debilidad existente en los controles internos. ----------

e.2 Cualquier fraude, de importancia o no, que involucre a la administración u otros empleados que ejerzan un rol significativo en la ejecución de los controles internos de **KADIMA HOLDINGS, S.A.**----------

f. Que cada uno de los firmantes ha revelado a los auditores externos la existencia o no de cambios significativos en los controles internos de **KADIMA HOLDINGS, S.A,** o cualesquiera otros factores que puedan afectar en forma importante tales controles con posterioridad a la fecha de su evaluación, incluyendo la formulación de acciones correctivas con respecto a deficiencias o debilidades de importancia dentro de la empresa. Esta declaración la hacemos para ser presentada ante la Superintendencia del Mercado de Valores. Leída como les fue esta declaración a los comparecientes en presencia de los Testigos Instrumentales **ALEXIS GUERREL RODRÍGUEZ**, varón, panameño, mayor de edad, con cédula de identidad personal número ocho- cuatro ocho seis- seis cero siete (8-486-607) y **SIMION RODRÍGUEZ BONILLA**, varón, panameño, casado, mayor de edad, con cédula de identidad personal número nueve - uno siete cuatro - dos cero cero (9-174-200), personas a quienes conozco y son hábiles para el cargo, la encontraron conforme, le impartieron su

REPUBLICA DE PANAMA
PAPEL NOTARIAL

NOTARIA DUODECIMA DEL CIRCUITO DE PANAMA

aprobación y la firman todos para constancia, por ante mí, el Notario que doy fe. ----------

JIMMY YOHOROS

ERIC ENDARA

MORRIS HAFEITZ

ALEXIS GUERREL RODRÍGUEZ

SIMION RODRIGUEZ BONILLA

NORMA MARLENIS VELASCO CEDEÑO

NOTARÍA PÚBLICA DUODÉCIMA DEL CIRCUITO DE PANAMÁ

NOTARIA DUODECIMA DEL CIRCUITO DE PANAMA