

Inversiones Leina, S.A. Programa de Bonos Corporativos Rotativos

Comité No. 88/2022	
Informe con EEFF auditados al 31 de diciembre 2021	Fecha de comité: 02 de septiembre de 2022
Periodicidad de actualización: Anual	Sector Inmobiliario/Panamá

Equipo de Análisis

Rodrigo Herrera rherrera@ratingspcr.com	Donato Rivas drivas@ratingspcr.com	(502) 6635-2166
---	--	-----------------

HISTORIAL DE CALIFICACIONES

Fecha de información	dic-20	dic-21
Fecha de comité	20/08/2021	02/09/2022
Bonos Corporativos Series Senior	PA A+	PA A+
Bonos Corporativos Series Subordinadas	PA A-	PA A-
Perspectiva	Estable	Estable

Significado de la calificación

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

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

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

Racionalidad

En comité de Calificación de Riesgo, PCR decidió mantener la calificación de PA A+ para el Programa de Bonos Corporativos Series Senior y PA A- para el Programa de Bonos Corporativos Series Subordinadas con perspectiva ‘Estable’ de Inversiones Leina, S.A. con corte al 31 de diciembre de 2021. La calificación de Inversiones Leina, S.A. se fundamenta en la estructura de ingresos por alquileres exhibidos por parte de sus relacionadas, así como el crecimiento en ingresos por alquileres, que repercute positivamente en sus utilidades. Así mismo, se toma en cuenta su adecuada cobertura sobre deuda y el apropiado respaldo de las garantías para el cumplimiento de sus obligaciones.

Perspectiva

Estable

Resumen Ejecutivo

La calificación de riesgo otorgada al Programa de Bonos Corporativos Rotativos de Inversiones Leina, S.A. se basó en la evaluación de los siguientes aspectos:

- **Estructura en los ingresos consolidados por alquiler generados por las inmobiliarias relacionadas.** Inversiones Leina, S.A. es un vehículo financiero que otorgará financiamiento a 11 inmobiliarias afiliadas que serán las deudoras de esta. La principal fuente de repago del Programa Rotativo de Bonos Corporativos proviene de los ingresos que reciben las 11 inmobiliarias en concepto de arrendamiento de oficinas y locales comerciales. Al 31 de diciembre de 2021, los ingresos consolidados de las inmobiliarias relacionadas totalizaron B/. 5.4 millones, evidenciando una recuperación post pandemia de 8.1%. Cabe mencionar que los ingresos por alquiler representaron en promedio para los períodos de

análisis el 100% del total de ingresos consolidados de las inmobiliarias relacionadas, siendo estos la fuente principal de ingresos.

- **Adecuada cobertura sobre gastos financieros.** A la fecha de análisis, el EBITDA de las compañías relacionadas se ubicó en B/. 4.6 millones. Siendo ligeramente mayor al mostrado en su periodo inmediato anterior, esto provocado por los estables ingresos por alquiler que mantienen con relacionadas. Por lo anterior, la cobertura se ubicó en 1.34 veces, lo cual es suficiente para poder hacer frente a sus obligaciones financieras. Es importante destacar, que el emisor mantiene arrendamientos con empresas de su Grupo, por lo que el pago de intereses y capital de la emisión dependen de los ingresos que reciba de sus arrendadores, por lo cual ingresos por intereses a las inmobiliarias conforman el 100% de los ingresos proyectados.
- **Adecuadas garantías sobre la emisión.** Series Senior estarán respaldadas por el Fideicomiso de Garantía, cuyo patrimonio estará comprendido primordialmente por las siguientes garantías: Primera hipoteca y anticresis con limitación al derecho de dominio sobre una serie de Bienes Inmuebles cuyo valor de avalúo representa al menos el 200% del Saldo Insoluto de los Bonos de las Series Senior. A diciembre 2021, dichos avalúos presentan una cobertura por 275%, por lo que cumple con lo establecido en el prospecto informativo.
- **Incremento utilidades netas de las inmobiliarias relacionadas.** La Utilidad Neta consolidada de las inmobiliarias relacionadas fue de B/. 1.2 millones a diciembre 2021, mostrando un incremento interanual de B/. 48.2 miles; de las 11 compañías relacionadas, 10 presentaron utilidad neta, la restante que mostró déficit neto fue debido a que sus gastos generales y administrativos fueron superiores a los ingresos. Sin embargo, no presenta un déficit muy elevado ni presenta un riesgo elevado de impago.

Factores Clave

Factores que pudieran mejorar la calificación:

- Constante crecimiento en sus ingresos, los cuales se traduzcan en una mejor capacidad de pago.
- Mostrar una mejora en sus indicadores de liquidez, especialmente en las inmobiliarias relacionadas que poseen una liquidez baja.

Factores que pudieran desmejorar la calificación:

- Presentar una disminución considerable en los ingresos que Recibe de las relacionadas que reduzca la capacidad de pago.
- Desmejorar su nivel de solvencia y liquidez para el pago de sus obligaciones.

Limitaciones a la calificación

Limitaciones encontradas: No se encontraron limitaciones en la información proporcionada.

Limitaciones potenciales (riesgos previsibles): Riesgo latente por la pandemia COVID-19 en caso de que el gobierno panameño solicite periodos extendidos de cuarentena en el país, reduciendo el dinamismo en la economía.

Metodología utilizada

La opinión contenida en el informe se ha basado en la aplicación de la metodología para Calificación de instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo, acciones preferentes y emisores (Panamá) con fecha 9 de noviembre de 2017.

Información utilizada para la calificación

- **Información financiera:** Estados financieros consolidados de inmobiliarias relacionadas auditados de diciembre 2018 a diciembre 2021.
- **Emisión.** Prospecto Informativo de Bonos Corporativos Rotativos de Inversiones Leina, S.A.
- **Riesgo crediticio:** Proyecciones financieras Inversiones Leina, S.A.
- **Riesgo de liquidez y solvencia:** Estados financieros consolidados de inmobiliarias relacionadas auditados de diciembre 2018 a diciembre 2021 y proyecciones financieras Inversiones Leina, S.A.

Hechos de Importancia

- El 16 de marzo de 2021 se fundó la compañía Inversiones Leina, S.A., La Compañía se dedicará al negocio de emisión de bonos e inversiones de su parte relacionada.
- A la fecha de análisis los Estados consolidados de las inmobiliarias afiliadas para la compañía Inversiones Leina, S.A. cuenta con la consolidación de dos nuevas inmobiliarias, Inmobiliaria Mam, S.A., Daivet, S.A. y Dicasi, S.A.

Contexto Económico

Para la economía mundial, se ha ralentizado a inicios del año, a medida que va avanzando las nuevas variantes del COVID-19 los países han tomado nuevamente las restricciones a la movilidad. Así como el encarecimiento de la energía, combustibles, y materias primas por causa de los factores geopolíticos entre Rusia y Ucrania, que podrá tener un impacto en la inflación y en las economías de Latinoamérica. Se prevé que el crecimiento mundial se modere de 5.9% en 2021 a 4.4% en 2022 según la perspectiva del Fondo Monetario Internacional. Por otro lado, se estima que continúe el aumento en la inflación debido a los cortes en las cadenas de suministros y los altos precios de energía/combustibles en el transcurso del 2022. Derivado de lo anterior, es importante que los países inicien y diseñen nuevas reformas con el fin de incrementar la inversión y promover el capital humano, y así poder revertir la desigualdad de ingresos y poder hacer frente a los desafíos que se encuentra actualmente el mundo.

Para la región de América Latina y el Caribe, según La Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), tuvo un crecimiento promedio para la región en el año 2021 de 6.2%, gracias a la baja base de comparación que constituyó el año 2020, la mayor movilidad y el favorable contexto externo. Sin embargo, la región enfrentará un 2022 muy complejo, debido a la persistencia e incertidumbre sobre la evolución de la pandemia, fuertes desaceleraciones del crecimiento, bajas inversiones. A pesar de esto, los países han demostrado crecimientos a lo largo del año 2021 y esperan que en el año 2022 las economías avanzadas y emergentes sigan progresando. En 2021, 11 países de América Latina y el Caribe recuperan los niveles de PIB previos a la pandemia. Y en lo que va del año 2022, se agregarían otros tres, de los 33 países que conforman la región. Por lo que se prevé una mejora a comparación al año 2020 tras su caída del producto Interno Bruto regional del 6,7% (excluyendo Venezuela), demostrando el crecimiento en el año 2021.

Según el Banco Mundial. Panamá cuenta con el desafío de reactivar el crecimiento y garantizar que los beneficios también lleguen a las zonas rurales y a los grupos tradicionalmente excluidos. Uno de los sectores más importantes para la economía panameña es el de construcción, donde se encuentra creciendo positivamente desde el año anterior, pero aún se encuentra por debajo del nivel que se encontraba antes de la pandemia. En cuanto, los sectores económicos que presentaron un incremento mayor fueron la pesca (+51.3%), explotación de minas y canteras (+47.9%), construcción (+45.2%), actividades inmobiliarias, empresariales y de alquileres (+40%), otras actividades comunitarias, sociales y personales de servicios (39.4%) y hoteles y restaurantes (+38.5%) y en menores variaciones se encuentran los sectores como transporte, almacenamiento y comunicaciones, industrias manufactureras, suministro de electricidad gas y agua y comercio al por mayor y al por menor. Por otra parte, los sectores que continuaron con una tendencia negativa son: las actividades de servicios sociales y de salud privada (-8%) y la intermediación financiera (-0.7%), lo cual demuestra que la mayoría de los sectores económicos que componen el PIB de Panamá se encuentran en crecimiento.

A diciembre 2021, el índice mensual de actividad económica (IMAE) registro un crecimiento de +16%, en comparación de junio 2020. De igual manera, el índice mensual de actividad económica (IMAE) acumulado de enero a junio 2021, presentó un aumento de +13.05% en comparación del mismo período del año 2020. Esto representa un comportamiento positivo en la economía panameña, mostrando un proceso de recuperación tras el impacto de la pandemia COVID-19

Se espera que se continúe y sea efectivo el proceso de vacunación debido a que esto ayudaría a estabilizar la economía dentro del país, la atracción de nuevas inversiones para generar nuevos empleos. Así como la reactivación y la atracción de los turistas hacia el país. Por otro lado, se espera darle continuidad a las políticas que permitan estimular la recuperación económica y a reforzar las reformas sociales para garantizar el crecimiento que se va notando poco a poco en el país, así como apoyar la recuperación de actividades comerciales y económicas, sobre la micro y pequeñas empresas.

Contexto Sector

Para el período de diciembre 2021, según cifras preliminar del Instituto Nacional de estadística y Censo (INEC) el Valor Agregado Bruto de la construcción presentó un crecimiento de 31.6%, el comportamiento de este sector se sustenta por la ejecución de proyectos privados residenciales y la inversión pública en obras de infraestructura y programas de viviendas unifamiliares de interés social. En el cuarto trimestre, este sector mostró un aumento de 39.7%.

En el comparativo de aportes del sector construcción al PIB de Panamá, al tercer trimestre en el 2019 dicho aporte se ubicó en US\$ 1,155 millones, a la misma fecha en el 2020 (durante la pandemia) esta cifra disminuyó ubicándose en US\$ 450 millones y para el 2021 se colocó en US\$ 907 millones, el cual muestra una recuperación del sector respecto al año de la pandemia (2020), sin embargo, se encuentra por debajo de los niveles mostrados antes de la pandemia.

Por su parte, el sector de actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler, según las cifras preliminares del INEC, el Valor Agregado Bruto de esta categoría económica registró una variación positiva de 7.2%, en donde las actividades inmobiliarias y empresarial de mercado mostraron un crecimiento de 11.9%, debido al comportamiento positivo de actividades de bienes propios, alquilados o de terceros; alquiler de transporte por vía terrestre, actividad de publicidad y otras actividades empresariales. Por su parte, la actividad inmobiliaria de uso final propio (propiedad de vivienda) su crecimiento fue de 3.0%. Para el cuarto trimestre, las categorías Inmobiliarias y empresariales crecieron 10.2%.

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 galerías, entre otros.

El comportamiento de las actividades económicas en este periodo del 2021, se enmarcaron en las medidas de mitigación y el proceso de vacunación establecidas por el gobierno nacional, que han permitido que las autoridades sanitarias disminuyeran o eliminaran las restricciones que se habían establecido para la contención de la pandemia de COVID-19, con ello las actividades económicas iniciaron su proceso de recuperación después del impacto que generó esta pandemia en el trimestre comparable de 2020, donde se registraron las mayores afectaciones a las actividades económicas dadas las restricciones de movilidad y cierres parciales de las operaciones de empresas y establecimientos en todo el país.

El sector inmobiliario de Panamá se encuentra en crisis, como consecuencia de la pandemia del COVID-19 y según expertos del sector el mismo se recuperará en un periodo de 3 a 12 meses. Un punto que considerar es que mientras la emergencia sanitaria se va alargando, seguirá en aumento los costos en el desarrollo de las obras que tienen avances importantes. Adicional, durante los primeros meses del año en curso, la vivienda vertical se está recuperado. Los proyectos que estaban en preventa antes de la pandemia han continuado activos y varios han arrancado en construcción.

Análisis de la institución Reseña

Inversiones Leina, S. A. es una sociedad anónima debidamente constituida conforme las leyes de la República de Panamá, según Escritura Pública No.2075 del 16 de marzo de 2021. La Compañía se dedicará al negocio de otorgar financiamiento a inmobiliarias relacionadas el cual hará con los dineros provenientes de la emisión de Bonos del Programa. La Compañía se encuentra ubicada en el Centro Comercial Albrook Mall, en el almacén “El Costo”, ciudad de Panamá. Fecha de inicio de operación el 16 de marzo de 2021.

La sociedad tendrá por objetivo dedicarse, ya sea por cuenta propia o terceros, en cualquier parte del mundo, a la realización en cualquier forma, a toda clase de inversiones, operaciones comerciales, industriales, mobiliarias, inmobiliarias de mandato o de comisiones, importación/exportación, a la compra y venta de arrendamientos y en la organización y/o participación en la constitución de cualquier forma de otras sociedades, compañías o empresas, adicional cabe mencionar que las operaciones de arrendamientos están constituidas en nueve subsidiarias, las cuales serán la sociedades beneficiarias.

La empresa fue creada con el fin de ser la sociedad beneficiaria de las acciones de ciertas inmobiliarias. El emisor tiene como deudores las siguientes 11 empresas:

Inmobiliarias			
Eldan, S.A.	Ssada, S.A.	Danisol, S.A.	Danel Internacinal, S.A.
Danivi, S.A.	Mizraq, S.A.	Daliv, S.A.	Inmobiliaria Mam, S.A.
Sovera, S.A.	Diavet, S.A.	Dicasi, S.A.	

Fuente: Inversiones Leina, S.A. / Elaboración: PCR

Las inmobiliarias relacionadas se dedican al negocio de alquilar sus propiedades a la empresa Kadima, S.A. quien a su vez es la empresa operadora de Almacenes el Costo y de sus operaciones de bodegas, oficinas, etc. Kadima, S.A. es parte relacionada del emisor ya que tiene accionistas en común. El Costo es la cadena de tiendas por departamento líder en el mercado nacional panameño y es reconocido como el almacén por excelencia de la familia panameña, cuentan con más de 40 años de trayectoria y cuentan con 10 sucursales estratégicamente ubicadas, para brindar productos de alta calidad en diversas categorías.

Gobierno Corporativo

Inversiones Leina, S.A es una persona jurídica bajo la denominación de Sociedad Anónima. El capital social de la compañía es de B/. 10,000, dividido en 100 acciones con un valor nominal de B/. 100 cada una. Inversiones Leina, S.A. es el único accionista con la cantidad de 100 acciones. La propiedad accionaria de cada uno de sus accionistas se incluye a continuación:

PARTICIPACIÓN ACCIONARIA INVERSIONES LEINA, S.A.

Accionista	Participación
Accionista 1	50%
Accionista 2	50%
Total	100%

Fuente: Inversiones Leina, S.A. / Elaboración: PCR

Según el artículo sexto del Pacto Social, la sociedad tendría un mínimo de tres (3) directores y un máximo de siete (7) directores. En las sesiones de Junta Directiva y Junta General de Accionistas, cualquiera de sus miembros podrá ser representado y votar por medio de un apoderado que no necesariamente tiene que ser ni director ni accionista, una vez su nombramiento haya sido por escrito, en documento público o privado, y con poder de sustitución o sin él. Los dignatarios de la sociedad son:

DIRECTORIO INVERSIONES LEINA, S.A.

Nombre	Puesto
Isaac Levy Tawachi	Presidente
Isaac Levy Hafez	Secretario
Ziv Levy Landes	Tesorero

Fuente: Inversiones Leina, S.A./Elaboración: PCR

Grupo Económico

Inversiones Leina, S. A. es una sociedad anónima debidamente constituida conforme las leyes de la República de Panamá, según Escritura Pública No.2075 del 16 de marzo de 2021. La Compañía se dedicará al negocio de otorgar financiamiento a inmobiliarias relacionadas el cual hará con los dineros provenientes de la emisión de Bonos del Programa. La empresa se dedicará al financiamiento para los arrendamientos de las siguientes inmobiliarias: Danel International, S.A., Eldan, S.A. Ssada, S.A., Danisol, S.A., Danavi, S.A., Mizraq, S.A., Daliv, S.A., Sovera S.A. y Dikasi, S.A. Estas empresas a su vez son parte del grupo Económico El Costo que a su vez alquilan sus propiedades a Kadima S.A.

ESTRUCTURA DEL GRUPO ECONÓMICO



Fuente: Inversiones Leina, S.A./Elaboración: PCR

Operaciones y Estrategias Operaciones

El emisor se dedica a otorgar financiamiento a inmobiliarias relacionadas el cual hará con los dineros provenientes de la emisión de Bonos del Programa. Estas propiedades son en su totalidad alquiladas a Kadima, S.A. quien las utiliza para sus almacenes, bodegas y oficinas de Almacenes el Costo. El 100% de los ingresos de la Compañía provienen del cobro de intereses a las inmobiliarias Relacionadas. Los ingresos de las inmobiliarias Relacionadas provienen del cobro de arrendamientos de las propiedades que les alquila a Kadima, S.A.

El Costo es la cadena de tiendas por departamento líder en el mercado nacional panameño y es reconocido como el almacén por excelencia de la familia panameña, cuentan con más de 40 años de trayectoria, cuenta con 10 sucursales estratégicamente ubicadas, para brindar productos de alta calidad en diversas categorías.

Estrategias corporativas

Los precios de alquiler de locales comerciales varían en función del tipo de local: el metro cuadrado en un local comercial ubicado dentro de un centro comercial es más caro que el metro cuadrado de alquiler en un centro comercial abierto. Igualmente, el precio por metro cuadrado de bodega tiende a ser más alto dentro de parques industriales fuera de ellos.

Actualmente, la ocupación en centros comerciales más exitosos es bastante alta, estimadas en más del 92% del promedio, debido al crecimiento económico reciente y a la gran apertura de nuevos negocios, luego de la reapertura del país derivado de los 9 meses de cuarentena en Panamá. Las inmobiliarias relacionadas del Emisor se dedican principalmente al negocio de alquiler de locales comerciales tanto dentro de centro comerciales como fuera de ellos, adicionalmente, se alquilan ciertas bodegas y oficinas.

Posición competitiva

La industria de alquiler de locales comerciales de la ciudad de Panamá es bastante fragmentada, con una gran base de locales comerciales con propietarios individuales que en su mayoría se utilizan para negocios propios. Por lo cual, no hay muchas compañías que se dediquen a este giro de negocio a mediana o gran escala. Las excepciones más notables es la operación de los centros comerciales de Grupo Roble (Multiplaza, Metro Mall) e inmobiliaria Albrook (Albrook Mall, Westland Mall).

Análisis Financiero Inversiones Leina, S.A.

El Emisor, Inversiones Leina, S.A., es una empresa recientemente creada con el único fin de ser el emisor de deuda para poder otorgar facilidades crediticias a inmobiliarias Relacionadas, las cuales no consolidan con el emisor por no ser subordinadas del mismo. El Emisor inició operaciones en marzo de 2021, sin embargo, no cuenta con operaciones importantes ni personal, lo que determina que su fuente de pago para obligaciones derivadas de sus emisiones es el flujo proveniente de inmobiliarias relacionadas para las cuales está emitiendo deuda y cuenta con un patrimonio de B/. 10,000.

Análisis Financiero de las inmobiliarias relacionadas

Es importante resaltar que las inmobiliarias relacionadas, no se encuentran subordinadas a la Compañía ni forman parte de un consolidado de ésta. Sin embargo, para motivos de análisis de robustez de ingresos para el pago del Programa se consolidaron sus resultados. PCR cuenta con cuatro periodos de estados financieros auditados de las inmobiliarias relacionadas partiendo del año 2018 al 2021. Por ende, PCR no puede analizar el historial de crédito, estados financieros históricos, razones financieras, ni el desempeño del emisor.

Balance General

Al 31 de diciembre de 2021, por lo tanto, el activo de las inmobiliarias relacionadas totalizó B/. 127.5 millones, y se encuentra compuesto en B/. 124.8 millones por activos no corrientes (97.8%) y B/. 2.8 millones en activos corrientes (2.2%). El total de activo reflejó un alza de B/.23.8 millones (+23%). Por otra parte, el pasivo está conformado por B/. 42.9 millones en pasivos no corrientes (79.9%) y por B/. 10.8 millones en pasivos no corrientes (20.1%). Adicionalmente, el pasivo tuvo un incremento interanual de B/.16.4 millones (+44%), y, su último, el patrimonio totaliza B/. 73.8 millones, con un incremento interanual de B/. 7.4 millones (+11.2%), compuesto por B/. 55 miles en capital en acciones, dividido en 9 afiliadas, así como un B/. 73.8 millones restante en ganancias retenidas.

ACTIVOS TOTALES INMOBILIARIAS AFILIADAS (Miles de B/.)



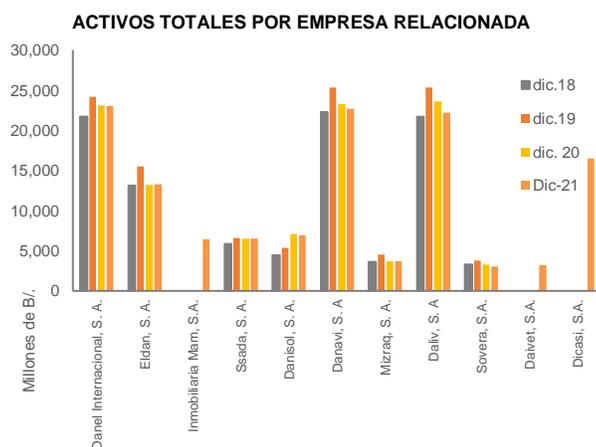
Fuente: Inversiones Leina, S.A./Elaboración: PCR

Las inmobiliarias relacionadas presentan su posición neta en tres de los últimos cuatro períodos de operación positivos. Desde el 2018 los auditores de las inmobiliarias relacionadas decidieron recomendar cambiar de método de costo histórico más avalúos a valor corriente de avalúos. Por ende, las inmobiliarias relacionadas no reflejan gastos de depreciación de propiedades de inversión desde 2018. Los ingresos para estos períodos provienen únicamente de los alquileres de arrendamientos a Almacenes el Costo, los cuales a diciembre 2021 reflejaron un incremento de B/.402.6 miles (+8.11%), cabe resaltar que desde diciembre de 2020 no se ven reflejados gastos de impuestos sobre la renta, por lo cual el resultado del período no se ve mermado por los mismos.

Activos

Al 31 de diciembre de 2021, los activos consolidados de las inmobiliarias relacionadas ascendieron a B/. 127.5 millones, mostrando un incremento interanual de B/. 23.8 millones (+23%) comparado al mismo periodo del 2020 (B/. 103.7 millones). Esto último como consecuencia, principalmente, de las propiedades de inversión por B/. 116 millones mostrando un alza considerable de B/. 22.8 millones (+24.5%) en el activo no corriente. Por su parte, también se observaron alzas en las cuentas de mobiliario, máquinas y equipo por B/. 2.1 millones (+2.2 veces) como consecuencia del crecimiento mostrado por las inmobiliarias relacionadas, aunado a la cuenta de efectivo de las empresas, incrementando en B/. 160.8 miles (+10.8%), por su parte las cuentas que mermaron el incremento fueron principalmente las cuentas por cobrar, las cuales disminuyeron en B/.1.1 millones (-59.7%), derivado de la recuperación observada en ingresos por alquileres como consecuencia de la recuperación económica en el país luego de las restricciones por la pandemia COVID-19, aunado al decremento en cuentas por cobrar a compañías relacionadas en B/. 357.1 miles (-6.6%), las cuales hacen referencia a las transacciones entre relacionadas.

Del conglomerado de inmobiliarias relacionadas, las que presentaron mayor aporte en la participación de los activos consolidados son Danel International, S.A. con 18.1% del total sus activos que totalizaron B/. 23.04 millones, seguido de Danavi, S.A. con 17.8%. Así también, Daliv S, A. con el 17.4% con un crecimiento del periodo del 0.39%; así representando entre estas tres empresas, el 67.39 % (B/. 69.9 millones) del total de activos. La concentración en la participación de las inmobiliarias relacionadas disminuyó derivado a que ingresaron dos empresas nuevas relacionadas, Daivet, S.A. y Dicasi, S.A., representando el 2.5% y el 12.9% respectivamente.



COMPOSICIÓN DE ACTIVOS A DICIEMBRE 2021 (MILES DE BALBOAS)

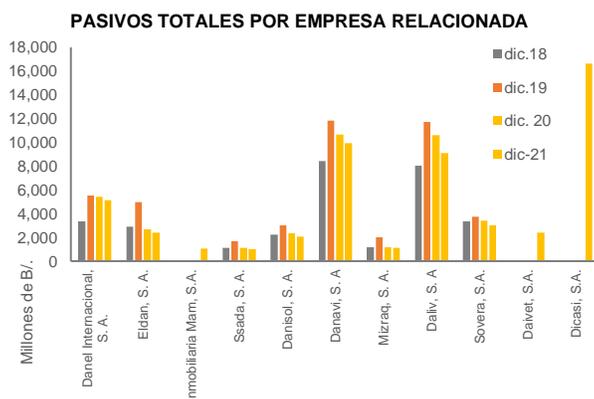
Balance General (Valores en Miles de Balboas)	Danel Internacional, S.A.	Eldan, S. A.	Inmobiliaria Mam, S.A.	Ssada, S. A.	Danisol, S. A.	Danavi, S. A	Mizraq, S. A.	Daliv, S. A	Sovera, S.A.	Daivet, S.A.	Dicasi, S.A.
Activo Corriente	363	316	129	126	136	286	111	287	104	123	806
Efectivo y equivalentes de efectivo	278	268	96	89	111	222	94	206	71	7	217
Cuentas por cobrar	8	8	2	2	3	23	2	23	6	52	586
Pagos anticipados	77	40	31	35	22	41	15	58	27	64	3
Activo No Corriente	22,678	12,973	6,301	6,352	6,800	22,425	3,600	21,896	2,960	3,105	15,664
Mobiliarios, maquinaria y equipos, neto	88	13	-	51	-	-	-	701	-	-	2,206
Propiedades de inversión	20,400	12,960	6,300	6,300	6,800	20,960	3,600	19,760	2,960	3,105	13,458
Cuentas por cobrar - Partes relacionadas	2,190	-	-	-	-	1,465	-	1,435	-	-	-
Depósitos en garantía	-	-	1	1	-	-	-	-	-	-	-
Total Activos	23,041	13,289	6,430	6,478	6,936	22,711	3,711	22,183	3,064	3,228	16,470

Pasivos

Para la fecha de análisis, los pasivos consolidados de las inmobiliarias relacionadas aumentaron en B/. 16.4 millones, mayor en (+44%) respecto a lo registrado en diciembre de 2020 (B/. 37.4 millones). Producto de la adición de la inmobiliaria Dicasi, S.A. el cual sumo B/. 16.6 millones en pasivos, dichos pasivos de la relacionada son por préstamos por pagar, cuentas por pagar a relacionadas y cuentas por pagar a accionistas.

Del conglomerado de inmobiliarias relacionadas, las que presentaron mayor aporte en la participación de los pasivos consolidados son Dicasi, S.A. con 30.9 % del total, sus pasivos que totalizaron B/.16.6 millones, seguido de Danivi, S.A. con 18.4 %, dicha inmobiliaria era la que, a diciembre 2020, mayor porción de los pasivos representaba. Así también, Daliv, S.A. con el 16.9 %; así representando entre estas tres empresas, el 66.2 % (B/. 35.6 millones) del total de pasivos.

Los pasivos de las inmobiliarias relacionadas se componen de manera similar, siendo así, los préstamos por pagar lo que representa una mayor porción del pasivo, seguido por cuentas por pagar a accionistas y cuentas entre compañías relacionadas. De igual manera es importante resaltar, que el 80% de los pasivos lo componen pasivos no corrientes y el 20% restante pasivos corrientes.



Fuente: Inversiones Leina, S.A./Elaboración: PCR

COMPOSICIÓN DE PASIVOS A DICIEMBRE 2021 (MILES DE BALBOAS)

Balance General (Miles de Balboas)	Danel Internacional, S.A.	Eldan, S.A.	Inmobiliaria Mam, S.A.	Ssada, S.A.	Danisol, S.A.	Danavi, S.A.	Mizraq, S.A.	Daliv, S.A.	Sovera, S.A.	Daivet, S.A.	Dicasi, S.A.
Pasivo Corriente	15	10	778	9	4	221	6	14	132	1,128	8,483
Cuentas por pagar, compañías relacionadas	-	-	771	-	-	200	-	-	-	-	4,014
Cuentas por pagar accionistas	-	-	-	-	-	-	-	-	110	1,060	4,354
Gastos acumulados y otras cuentas por pagar	15	10	7	9	4	21	6	14	22	68	114
Pasivo No Corriente	5,108	2,396	277	973	1,854	9,892	1,103	9,068	2,907	1,267	8,132
Bonos por pagar	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Impuestos diferidos	298	306	70	83	84	703	128	483	-	36	-
Préstamos por pagar	4,810	2,090	206	890	1,770	9,189	975	8,585	2,907	1,231	8,132
Total Pasivos	5,123	2,406	1,055	982	1,858	10,113	1,109	9,082	3,039	2,395	16,615

Fuente: Inversiones Leina, S.A./Elaboración: PCR

Patrimonio

A diciembre 2021, las inmobiliarias relacionadas presentaron un patrimonio combinado de B/. 73.8 millones, aumentando en B/. 7.6 millones (+11.5%). Esto fue causado, a que las utilidades retenidas registraron un incremento respecto al año anterior, para el patrimonio, la adición de la inmobiliaria Dicasi, S.A. no presentó un aumento significativo, ya que es la única inmobiliaria que no posee utilidades retenidas al patrimonio, en cambio, presenta un déficit.

Cabe mencionar que el capital social de las empresas se mantiene constante con un valor nominal de B/. 55 mil. Y las inmobiliarias que más aportan al capital son Danel Internacinal, S.A. representando un 24.3%, seguido por Daliv, S.A. con un 17.8%, y Danivi, S.A. con un 17.3%. Cabe resaltar que la única inmobiliaria que cuentan con patrimonio negativo es Dicasi, S.A. con un patrimonio de -B/. 145 miles. Esto derivado a que la empresa no tiene capital en acciones y solo cuenta con déficit acumulado. Sin embargo, es la única de las 11 inmobiliarias relacionadas que se encuentra en una situación así.

COMPOSICIÓN DE PATRIMONIO A DICIEMBRE 2021 (MILES DE BALBOAS)

Balance General (Miles de Balboas)	Danel Int., S.A.	Eldan, S. A.	Inmob. Mam, S.A.	Ssada, S. A.	Danisol, S. A.	Danavi, S. A	Mizraq, S. A.	Daliv, S. A	Sovera, S.A.	Daivet, S.A.	Dicasi, S.A.
Acciones de capital	10	10	10	10	-	-	-	-	-	5	-
Ganancias Retenidas	17,957	10,912	5,379	5,503	4,884	12,804	2,617	13,103	31	828	(145)
Cambios netos en valores a valor razonable	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Impuesto complementario	(48)	(39)	(14)	(16)	(15)	(7)	(15)	(3)	(5)	-	-
Total Patrimonio	17,918	10,883	5,375	5,496	4,869	12,797	2,601	13,100	25	833	(145)

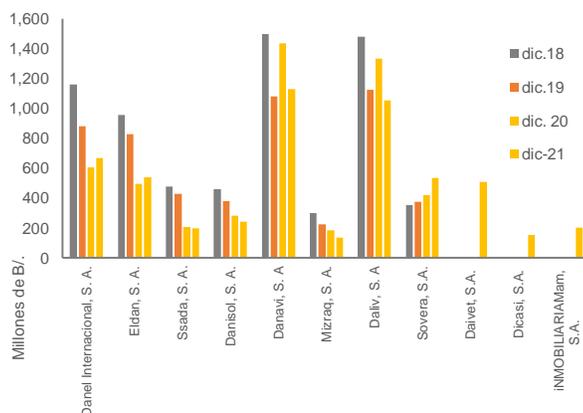
Fuente: Inversiones Leina, S.A./Elaboración: PCR

Resultados Financieros Ingresos

Al 31 de diciembre de 2021, los ingresos consolidados de las inmobiliarias relacionadas totalizaron B/. 5.4 millones, evidenciando un incremento interanual de B/. 402.7 miles (+8.1%). Estos resultados fueron producto de ingresos por alquileres los cuales incrementaron y se sumaron las dos nuevas inmobiliarias que están aportando al pago de la emisión.

Cabe mencionar que los ingresos por alquiler representaron para los cuatro períodos de análisis el 100% del total de ingresos consolidados de las inmobiliarias relacionadas, siendo estos la única fuente de ingresos. En cuanto a la participación de las inmobiliarias relacionadas en proporción a los ingresos, la que contribuyó en mayor proporción fue Danavi, S.A. con 21%, seguido de Daliv, S.A. con 19.6% y Danel Internacional, S.A. con 12.5%, estas 3 empresas conformaron el 53.1% de los ingresos totalizando B/. 2.8 millones. Es importante destacar que para dicho periodo se presenta una concentración moderada respecto a los ingresos, ya que, al periodo anterior, las mismas empresas representaban un 68% de los ingresos.

INGRESOS TOTALES DE LAS INMOBILIARIAS RELACIONADAS



Fuente: Inversiones Leina, S.A./Elaboración: PCR

COMPOSICIÓN DE INGRESOS A DICIEMBRE 2021 (MILES DE BALBOAS)

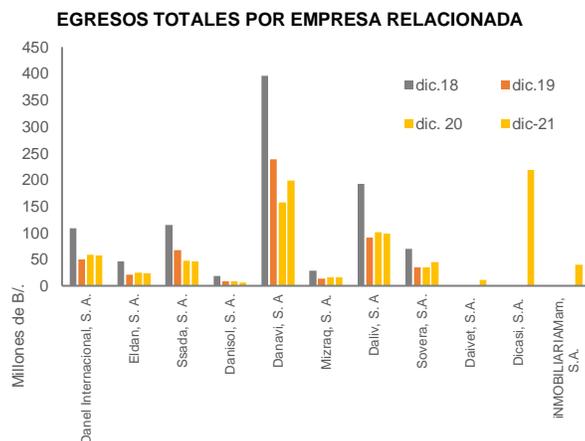
Estado de Resultados (Miles de Balboas)	Danel Internacional, S.A.	Eldan, S. A.	Inmobiliaria Mam, S.A.	Ssada, S. A.	Danisol, S. A.	Danavi, S. A	Mizraq, S. A.	Daliv, S. A	Sovera, S.A.	Daivet, S.A.	Dicasi, S.A.
Ingresos Totales	669	540	202	197	243	1,128	133	1,052	537	510	155
Alquileres	669	540	202	197	243	1,128	133	1,052	537	510	155
Otros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Fuente: Inversiones Leina, S.A./Elaboración: PCR

Gastos

A diciembre 2021, los gastos totales consolidados de las inmobiliarias relacionadas se mostraron B/. 4.2 millones, mostrando un aumento interanual de B/. 354.4 miles (+9.2%), guiado principalmente por los gastos generales y administrativos, los cuales pasaron de B/. 448 miles en diciembre 2020 a B/. 759 miles a diciembre 2021, un crecimiento de 69.1%. Dicho aumento fue provocado por el aumento en los gastos por las dos inmobiliarias nuevas, pero especialmente por Dicasi, S.A. la cual totalizo gastos administrativos por B/. 218.8 miles, mismo que al año anterior no se contaban.

Los gastos financieros los cuales representan el 81.9% de los gastos totales, seguido por gastos generales y administrativos los cuales representan el 18.1% restante del total para la fecha de análisis. Los gastos financieros por su parte reflejaron un ligero aumento respecto al año anterior de +1.3%, totalizando a diciembre 2021 B/. 3.4 millones. Cabe resaltar que para la fecha de análisis no se ven reflejados gastos por propiedades de inversión.



COMPOSICIÓN DE GASTOS A DICIEMBRE 2021 (MILES DE BALBOAS)

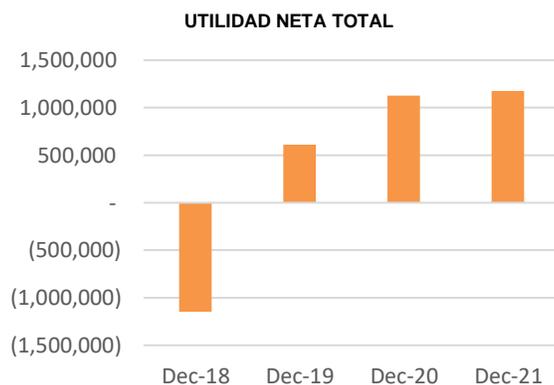
Estado de Resultados (Miles de Balboas)	Danel Internacional, S.A.	Eldan, S. A.	Inmobiliaria Mam, S.A.	Ssada, S. A.	Danisol, S. A.	Danavi, S. A	Mizraq, S. A.	Daliv, S. A	Sovera, S.A.	Daivet, S.A.	Dicasi, S.A.
Gastos Totales	(481)	(250)	(122)	(141)	(173)	(1,093)	(92)	(1,000)	(418)	(120)	(300)
Gastos Administrativos	(57)	(24)	(39)	(46)	(6)	(198)	(16)	(98)	(45)	(11)	(219)
Gastos Financieros	(424)	(226)	(83)	(95)	(166)	(895)	(77)	(902)	(373)	(109)	(81)

Fuente: Inversiones Leina, S.A./Elaboración: PCR

Utilidad Neta

La Utilidad Neta consolidada de las inmobiliarias relacionadas fue de B/. 1.2 millones, mostrando un incremento interanual de B/. 48.2 miles (+4.3%); esto como consecuencia de que para la fecha de análisis no se ven reflejados pagos de impuestos sobre la renta de las compañías relacionadas, obteniendo una reducción del 100% sobre estas cuentas lo cual incremento la utilidad consolidada Cabe resaltar que, las empresas que más aportaron al consolidado de la Utilidad neta, fueron Daivet, S.A. con un 33.2%, Eldan, S.A. con un 24.7% y Danel Internacional, S.A. con un 16%, estas tres empresas conformaron el 73.9% del total de la utilidad neta.

Es importante resaltar que, de las 11 inmobiliarias relacionadas, solo una Dicarasi, S.A. presentó un déficit neto, de B/. 145 miles. Y esto fue provocado derivado de que los gastos generales fueron superiores a los ingresos por alquiler. Sin embargo, no representa un déficit importante que pueda afectar la rentabilidad o los flujos para el pago de la emisión.



Fuente: Inversiones Leina, S.A./Elaboración: PCR

COMPOSICIÓN DE UTILIDADES A DICIEMBRE 2021 (MILES DE BALBOAS)

Estado de Resultados (Miles de Balboas)	Danel Internacional, S.A.	Eldan, S. A.	Inmobiliaria Mam, S.A.	Ssada, S. A.	Danisol, S. A.	Danavi, S. A.	Mizraq, S. A.	Daliv, S. A.	Sovera, S.A.	Daivet, S.A.	Dicasi, S.A.
Ingresos Totales	669	540	202	197	243	1,128	133	1,052	537	510	155
Gastos Totales	(481)	(250)	(122)	(141)	(173)	(1,093)	(92)	(1,000)	(418)	(120)	(300)
Utilidad Neta	188	290	80	56	70	35	41	52	119	390	(145)

Fuente: Inversiones Leina, S.A./Elaboración: PCR

Indicadores de Rentabilidad

A pesar de las ganancias del periodo, todas las inmobiliarias relacionadas excepto una, Dicasi, S.A., reflejaron un ROA positivo, esto principalmente de que en todas las relacionadas obtuvieron una utilidad neta, en el caso de Dicasi registró un déficit neto por lo que el indicador se muestra negativo.

Por su parte, el ROE de igual manera muestra que todas las inmobiliarias relacionadas niveles aceptables de la rentabilidad sobre el patrimonio, un caso aparte es Dicasi, S.A. el cual muestra un indicador positivo, sin embargo, es debido a que su patrimonio es negativo, al igual que su déficit neto, por lo que el indicador resulta positivo, por lo que no es comparable con las demás inmobiliarias.

Respecto a su margen neto, promedia 20.2% en total de las 11 inmobiliarias, siendo así las más rentables, Eldan, S.A., Daivet, S.A. e Inmobiliaria Mam, S.A. Destacar que nuevamente, Dicasi, S.A. muestra un margen negativo debido al déficit.

INDICADORES DE RENTABILIDAD A DICIEMBRE 2021 (PORCENTAJE)

Indicadores de Rentabilidad	Danel Internacional, S.A.	Eldan, S. A.	Inmobiliaria Mam, S.A.	Ssada, S. A.	Danisol, S. A.	Danavi, S. A.	Mizraq, S. A.	Daliv, S. A.	Sovera, S.A.	Daivet, S.A.	Dicasi, S.A.
ROA	0.8%	2.2%	1.2%	0.9%	1.0%	0.2%	1.1%	0.2%	3.9%	12.1%	-0.9%
ROE	1.0%	2.7%	1.5%	1.0%	1.4%	0.3%	1.6%	0.4%	471.0%	46.8%	99.9%
Margen Neto	28.1%	53.7%	39.6%	28.4%	28.8%	3.1%	30.8%	4.9%	22.2%	76.5%	-93.5%

Fuente: Inversiones Leina, S.A./Elaboración: PCR

Liquidez

En cuanto a la liquidez, la mayoría de las inmobiliarias relacionadas mostraron un alto índice de liquidez corriente derivado de la menor cantidad de pasivos corrientes que los activos líquidos para el cumplimiento de sus obligaciones. a la fecha de análisis, se refleja una liquidez inmediata sana por parte de las inmobiliarias relacionadas promediando 13.2 veces entre las 11 inmobiliarias. Cabe resaltar que las empresas que reflejan una liquidez ajustada son Sovera, S.A., seguido por Diavet, S.A., Inmobiliaria Mam, S.A. y por último Dikasi, S.A. Las cuatro empresas anteriores poseen una liquidez por debajo de uno, por lo que puede resultar difícil cubrir con sus obligaciones a corto plazo, sin embargo, el riesgo es bajo, ya que los pasivos corrientes que mantienen dichas empresas son cuentas por pagar a compañías relacionadas.

INDICADORES DE LIQUIDEZ A DICIEMBRE 2021 (VECES)

Indicadores de Liquidez	Danel Internacional, S.A.	Eldan, S. A.	Inmobiliaria Mam, S.A.	Ssada, S. A.	Danisol, S. A.	Danavi, S. A.	Mizraq, S. A.	Daliv, S. A.	Sovera, S.A.	Daivet, S.A.	Dikasi, S.A.
Liquidez Inmediata	24.20	31.60	0.17	14.00	34.00	1.29	18.50	20.50	0.79	0.11	0.10
Capital de Trabajo	348	306	(649)	117	132	65	105	273	(28)	(1,005)	(7,677)

Fuente: Inversiones Leina, S.A./Elaboración: PCR

Endeudamiento y Solvencia

Referente al endeudamiento, las inmobiliarias relacionadas reflejan estables índices de deuda, a excepción de Sovera, S.A. que refleja un índice alto de endeudamiento a la fecha de análisis de 103.48%, derivado de tener Cuentas por pagar a compañías subsidiarias, siendo la única empresa del consolidado que refleja tener un valor superior en sus pasivos que en sus activos. Las demás inmobiliarias reflejan un promedio de endeudamiento de 30.83%. En el ratio de Patrimonio sobre los activos a excepción de Sovera, S.A. todas las inmobiliarias cuentan con un valor positivo, y reflejando un ratio promedio de 69.71%, Sovera, S.A. refleja un valor de -3.48%, derivado del déficit en el patrimonio neto, derivado de las ganancias retenidas otorgadas en el período de análisis, cabe resaltar que esta observación también se ve reflejada en el ratio de apalancamiento, obteniendo un valor negativo de -3.365, cabe resaltar que las inmobiliarias reflejan un índice alto de apalancamiento, derivado de las cuentas por pagar a compañías subsidiarias, las inmobiliarias reflejan un valor promedio de apalancamiento de 267.68%.

Respecto al EBITDA de las inmobiliarias relacionadas, totalizó B/. 4.6 millones, esto como consecuencia de que 10 de las 11 inmobiliarias relacionadas presentan un EBITDA positivo, siendo así Daliv, S.A. y Danavi, S.A. las inmobiliarias que aportan de mayor manera al EBITDA total, aportando así B/. 954 miles y B/. 930 miles. La única inmobiliaria que totalizó un EBITDA negativo fue Dikasi, S.A. con -B/. 64 miles, sin embargo, no representa un riesgo a los flujos para el pago de deuda ya que puede ser soportado por las demás inmobiliarias relacionadas. Por lo anterior, la cobertura sobre gastos financieros (EBITDA/Gastos Financieros) se ubicó en 1.34 veces, lo cual es adecuado para hacer frente a sus obligaciones financieras.

INDICADORES DE ENDEUDAMIENTO Y SOLVENCIA A DICIEMBRE 2021 (PORCENTAJE)

Indicadores de Endeudamiento	Danel Internacional, S.A.	Eldan, S. A.	Inmobiliaria Mam, S.A.	Ssada, S. A.	Danisol, S. A.	Danavi, S. A.	Mizraq, S. A.	Daliv, S. A.	Sovera, S.A.	Daivet, S.A.	Dikasi, S.A.
Apalancamiento Patrimonio (Pasivo/Patrimonio)	0.29	0.22	0.20	0.18	0.38	0.79	0.43	0.69	120.29	2.87	(114.50)
Solvencia (Activo / Pasivo)	449.8%	552.3%	609.5%	659.7%	373.3%	224.6%	334.6%	244.3%	100.8%	134.8%	99.1%

Instrumento calificado

El Programa Rotativo de Bonos Corporativos definido mediante el Prospecto Informativo Preliminar a la Superintendencia del Mercado de Valores, hasta por un monto de setenta millones de dólares de Estados Unidos de América (US\$ 70,000,000), las cuales podrán ser emitidos en dos tipos de series, determinadas por el Emisor, las Series Senior y/o Series Subordinadas con un plazo de diez (10) años. A continuación, se detalla las principales características de la Emisión:

PRINCIPALES TÉRMINOS Y CONDICIONES DE LA EMISIÓN

Características	Primer Programa
Emisor:	Inversiones Leina, S.A., una sociedad anónima constituida de acuerdo a las leyes de la República de Panamá.
Instrumento:	Programa Rotativo de Bonos Corporativos en múltiples Series registrados ante la Superintendencia de Mercado de Valores.
Moneda:	Dólares de los Estados Unidos de América "US\$".
Monto de la Oferta:	<p>El monto del Programa Rotativo de Bonos Corporativos por un valor nominal de hasta setenta millones de Dólares (US\$70,000,000.00), emitidos en múltiples Series como así lo determine el Emisor. Estas tres empresas conformaron:</p> <p>Las Series Senior podrán ser emitidas por un valor nominal máximo de hasta setenta millones de Dólares (US\$70,000,000.00), en distintas Series como así lo determine el Emisor.</p> <p>Las Series Subordinadas podrán ser emitidas por un valor nominal máximo de hasta setenta millones de Dólares (\$70,000,000.00), en distintas Series como así lo determine el Emisor.</p> <p>No obstante, lo anterior, queda entendido que los bonos emitidos de la Serie Senior más los bonos emitidos de la Serie Subordinada no podrán sumar más de setenta millones de Dólares (US\$70,000,000.00) moneda de curso legal de los Estados Unidos de América.</p> <p>El monto de cada una de las Series que formarán parte del Programa será comunicado mediante suplemento al Prospecto Informativo a más tardar 2 días hábiles antes de la Fecha de Oferta de la(s) Serie(s) a ser ofrecida(s).</p>
Series y denominaciones:	Los Bonos serán emitidos en forma nominativa, registrados y sin cupones en denominaciones de mil Dólares (US\$1,000.00) y múltiplos de dicha denominación.
Fecha de oferta inicial	Por determinar.
Fecha de emisión	Determinada por el emisor antes de la oferta de cada serie de bonos. La fecha de emisión y la fecha de oferta serán notificadas por el emisor a la Superintendencia del Mercado de Valores y a la Bolsa de Valores en Panamá, mediante un suplemento al Prospecto Informativo, con no menos de dos (2) días hábiles antes de la fecha de oferta de la Serie respectiva.
Plazo de la emisión:	Por determinar.
Tasa de interés:	<p>La Tasa de Interés de cada una de las Series será comunicada mediante suplemento al Prospecto Informativo a más tardar 2 días hábiles antes de la Fecha de Oferta de la(s) Serie(s) a ser ofrecida(s). La base del cálculo de los intereses de los Bonos será días reales entre 360 días.</p> <p>Los intereses y capital exigibles correspondiente a los Bonos se pagarán trimestralmente los días 31 de marzo, 30 de junio, 30 de septiembre y 31 de diciembre de cada año, hasta la Fecha de Vencimiento o hasta la fecha en la cual el Saldo Insoluto del Bono fuese pagado en su totalidad, cualquiera que ocurra primero.</p>
Periodicidad pago de intereses:	En caso de que dicha Fecha de Pago o la Fecha de Vencimiento cayera en una fecha que no sea Día Hábil, en cuyo caso la Fecha de Pago o la Fecha de Vencimiento, deberá extenderse hasta el primer Día Hábil inmediatamente siguiente, pero sin correrse dicha Fecha a dicho Día Hábil para los efectos del cómputo de intereses y del Periodo de Interés subsiguiente.
Pago de Capital:	La Fecha de Vencimiento y el cronograma de amortización de capital de cada una de las Series a ser emitidas serán comunicados mediante suplemento al Prospecto Informativo a más tardar 2 días hábiles antes de la Fecha de Oferta de la(s) Serie(s) a ser ofrecida (s).
Redención anticipada:	<p>Con relación a las Series Senior: El Emisor podrá redimir anticipadamente los Bonos de las Series Senior, parcial o totalmente una vez cumplidos los dos (2) años contados desde la Fecha de Oferta de las Series Senior, al 100% del monto de su Saldo Insoluto. Adicionalmente, el Emisor podrá redimir anticipadamente los Bonos de las Series Senior, parcial o totalmente dentro del primer año de vigencia contado desde la Fecha de Oferta de las Series Senior, al 102% del monto de su Saldo Insoluto, y durante el segundo año de vigencia, al 101% del monto de su Saldo Insoluto. Cualquier redención anticipada, ya sea parcial o total podrá ser realizada en cualquier fecha, siempre y cuando el Emisor comunique a el Agente de Pago, Registro y Transferencia y a los Tenedores Registrados con no menos de quince (15) días de anterioridad a la Fecha de Redención Anticipada, mediante correo electrónico a la dirección registrada con el Agente de Pago, Registro y Transferencia con indicación del monto de los Bonos a ser redimidos y la Fecha de Redención Anticipada.</p> <p>Con relación a las Series Subordinadas: El Emisor podrá redimir anticipadamente los Bonos de las Series Subordinadas, parcialmente o totalmente en cualquier momento desde la Fecha de Oferta de las Series Subordinadas, al 100% del monto de su Saldo Insoluto, siempre y cuando: a) No se haya producido una Causal de Vencimiento Anticipado de las Series Senior; b) El Emisor esté al día en el pago de intereses y capital cuando así corresponda de las Series Senior; y c) Se haya pagado o redimido el 100% del saldo a capital de las Series Senior.</p> <p>Sin perjuicio de lo anterior, si un cambio en materia fiscal afecta adversamente las perspectivas del Emisor, entonces el mismo podrá, con la debida aprobación del Agente de Pago, Registro y</p>

Transferencia, redimir completamente el Programa en cualquier fecha designada como Fecha de Pago sin ninguna penalidad que no sea expresamente exigida por ley. Dicha redención deberá ser por el monto total del el Programa, y se deberá anunciar al público inversionista con al menos quince (15) días calendario de anticipación.

Los Bonos están respaldados por el crédito general del Emisor:

Adicionalmente, las **Series Senior** estarán respaldadas por el Fideicomiso de Garantía, cuyo patrimonio estará comprendido primordialmente por las siguientes garantías: Primera hipoteca y anticresis con limitación al derecho de dominio sobre una serie de Bienes Inmuebles cuyo valor de avalúo representa al menos el 200% del Saldo Insoluto de los Bonos de las **Series Senior** o, en caso de que el Agente de Pago, Registro y Transferencia autorice el reemplazo de los Bienes Inmuebles otorgados como garantías del Programa. Dicho reemplazo puede ser temporalmente por efectivo, en cuyo caso el monto de dicho efectivo deberá ser equivalente al 80% del valor de avalúo de los Bienes Inmuebles a liberar.

El Emisor contará con un período de 90 días a partir de la Fecha de Oferta de la serie respectiva para que se constituya primera hipoteca y anticresis con limitación al derecho de dominio sobre ciertos Bienes Inmuebles cuyo valor sea suficiente para satisfacer la Cobertura de Garantías.

Garantías y respaldo:

Serie Subordinada: Toda hipoteca, anticresis, prenda u otro derecho real, constituido a favor del Fiduciario en términos satisfactorios a éste, constituidos para garantizarle a los Tenedores Registrados de las Series Senior, el cumplimiento por parte del Emisor de sus obligaciones en virtud de la emisión de dichos Bonos.

En caso de que, durante los noventa (90) días calendarios siguientes a la Fecha de Oferta de cualquiera de las Series Senior, no se haya colocado la totalidad de la misma, el Fiduciario podrá aceptar la constitución de primera hipoteca y anticresis con limitación al derecho de dominio únicamente sobre aquellos Bienes Inmuebles que sean necesarios para satisfacer la Cobertura de Garantías. En caso de colocaciones posteriores de la Serie respectiva, el Emisor contará con un período de sesenta (60) días calendarios para otorgar garantías adicionales para satisfacer la Cobertura de Garantías.

Los Bienes Inmuebles que serán hipotecados a favor del Fideicomiso de Garantía son propiedad de algunas Inmobiliarias Relacionadas del Emisor. Estas Inmobiliarias Relacionadas a su vez serán deudores del Emisor.

Uso de los fondos:

Los fondos producto de la colocación de los Bonos tendrán los usos definidos en la descripción de cada Serie. Los fondos serán utilizados de forma individual o en conjunto para los siguientes usos: (i) inversiones (incluyendo el otorgamiento de préstamos) y/o (ii) recursos líquidos para capital de trabajo.

Fuente de pago:

La principal fuente de repago del capital de los Bonos son los activos líquidos disponibles al Emisor. La Compañía no cuenta ni contará con un fondo específico para el repago de las obligaciones derivadas de la Emisión.

Agente de Pago y Registro:

Prival Bank S.A.

Puesto de Bolsa:

Prival Securities, Inc.

Fiduciario:

Prival Trust S.A.

Custodio:

LatinClear

Fuente: Inversiones Leina, S.A. / **Elaboración:** PCR

Esta emisión fue autorizada con fecha del 14 de junio de 2021, Los Bonos del Programa tendrán un valor nominal de hasta setenta millones de dólares (US\$70,000,000), emitidos en forma nominativa y registrada, sin cupones en denominaciones de mil dólares (US\$1,000) y sus múltiplos. La Emisión contiene dos tipos de Series, a saber: las Series Senior por un monto de hasta setenta millones de dólares (US\$70,000,000.00), y las Series Subordinadas por un monto de hasta setenta millones de dólares (US\$70,000,000.00). No obstante, lo anterior, queda entendido que los bonos emitidos de la Serie Senior más los bonos emitidos de la Serie Subordinada no podrán sumar más de setenta millones de dólares (US\$70,000,000.00) moneda de curso legal de los Estados Unidos de América.

Los fondos producto de la colocación de los Bonos tendrán los usos definidos en la descripción de cada Serie. Los fondos serán utilizados de forma individual o en conjunto para los siguientes usos: (i) inversiones (incluyendo el otorgamiento de préstamos) y/o (ii) recursos líquidos para capital de trabajo.

Bonos corporativos				
Tipo de Papel	Fecha de Emisión	Series	Plazo de emisión	Monto
Bonos Corporativos	14/06/2021	Serie Senior	10 años	\$22,000,000
Bonos Corporativos	14/06/2021	Serie Subordinada	10 años	\$17,000,000
Bonos Corporativos	30/11/2021	Serie Senior	6 años	\$1,231,000
Bonos Corporativos	10/12/2021	Serie Senior	6 años	\$555,000
Total				\$40,786,000

Fuente: Inversiones Leina, S.A. / **Elaboración:** PCR

Pago de capital

La Fecha de Vencimiento y el cronograma de amortización de capital de cada una de las Series a ser emitidas serán comunicados mediante suplemento al Prospecto Informativo a más tardar 2 días hábiles antes de la Fecha de Oferta de la(s) Serie(s) a ser ofrecida (s).

Garantías

Los Bonos están respaldados por el crédito general del Emisor:

Adicionalmente, las Series Senior estarán respaldadas por el Fideicomiso de Garantía, cuyo patrimonio estará comprendido primordialmente por las siguientes garantías: Primera hipoteca y anticresis con limitación al derecho de dominio sobre una serie de Bienes Inmuebles cuyo valor de avalúo representa al menos el 200% del Saldo Insoluto de los Bonos de las Series Senior o, en caso de que el Agente de Pago, Registro y Transferencia autorice el reemplazo de los Bienes Inmuebles otorgados como garantías del Programa. Dicho reemplazo puede ser temporalmente por efectivo, en cuyo caso el monto de dicho efectivo deberá ser equivalente al 80% del valor de avalúo de los Bienes Inmuebles a liberar.

El Emisor contará con un período de 90 días a partir de la Fecha de Oferta de la serie respectiva para que se constituya primera hipoteca y anticresis con limitación al derecho de dominio sobre ciertos Bienes Inmuebles cuyo valor sea suficiente para satisfacer la Cobertura de Garantías.

En caso de que, durante los noventa (90) días calendarios siguientes a la Fecha de Oferta de cualquiera de las Series Senior, no se haya colocado la totalidad de la misma, el Fiduciario podrá aceptar la constitución de primera hipoteca y anticresis con limitación al derecho de dominio únicamente sobre aquellos Bienes Inmuebles que sean necesarios para satisfacer la Cobertura de Garantías. En caso de colocaciones posteriores de la Serie respectiva, el Emisor contará con un período de sesenta (60) días calendarios para otorgar garantías adicionales para satisfacer la Cobertura de Garantías.

Los Bienes Inmuebles que serán hipotecados a favor del Fideicomiso de Garantía son propiedad de inmobiliarias relacionadas del Emisor. Estas inmobiliarias relacionadas a su vez serán deudores del Emisor.

Para respaldar los bonos por pagar a entidades bancarias, se han otorgado en garantía las fincas que se detalla a continuación, el valor de la cobertura de las garantías es de 275% sobre el monto de la emisión de la serie senior:

Compañía	Ubicación	Monto
Danel Internacional, S.A.	Albrook Mall	\$ 21,750,000.00
Danavi, S.A.	Metro Mall	\$ 22,350,000.00
Daliv, S.A.	Westland Mall	\$ 21,500,000.00
Total		\$ 65,600,000.00

Fuente: Inversiones Leina, S.A. / Elaboración: PCR

Proyecciones Financieras

Para el presente análisis, se analizaron las proyecciones financieras realizadas por Inversiones Leina, S.A. para un período de 10 años, en los cual se estima que los ingresos procederán por arrendamientos a sus partes relacionadas. Los ingresos por arrendamientos conforman el 100 % del total de los ingresos.

Según estas proyecciones financieras, hasta el año 2031 los ingresos de Inversiones Leina, S.A. están conformados única y exclusivamente de los alquileres (100%), por los arrendamientos de las once propiedades de sus partes relacionadas Danel Internacional, S.A., Eldan, S.A., Ssada, S.A., Danisol, S.A., Danavi, S.A., Mizraq, S.A., Daliv, S.A., Sovera, S.A., Daivet, S.A., Dikasi, S.A., e Inmobiliaria Mam, S.A.

A lo largo de las proyecciones, se observan que no poseen grandes fluctuaciones en los ingresos a lo largo de los 10 años, debido a que ya se tienen contratos de arrendamiento y que no cambian de un año para el otro. Se considera que las proyecciones se realizan bajo un escenario optimista, ya que en los ingresos consolidados se ubican en B/. 10.6 millones a diciembre de 2022, mientras que los reales se ubicaron en B/. 5.4 millones, por lo que se espera un crecimiento +97.5%. Es importante mencionar, que la proyección a diciembre 2021, si fue superada por la cifra real a diciembre 2021. Adicional, no han mostrado un incremento en ingresos tan relevante por lo que se considera una proyección optimista.

Respecto a sus gastos administrativos, estos se comportan de manera similar a los ingresos, no presentan una variación año con año que sea alarmante. Dentro de sus proyecciones, esperan que el total de gastos administrativos de las relacionadas alcance un monto de B/. 690 miles, y que permanezca constante durante los próximos años. Dicha cifra comparada con los gastos administrativos reales a diciembre 2021 se encuentra por debajo, por lo que la empresa espera ser más eficiente respecto a sus gastos en los próximos años.

Respecto a sus gastos financieros proyectados, estos se comportan de manera estable, lo que quiere decir que la empresa no planea emitir más emisiones para los siguientes años. Para cada año, los gastos financieros proyectados se encuentran en B/. 3.4 millones, al compararlo con el dato real a diciembre de 2021, los gastos financieros se totalizaron B/. 3.4 millones, por lo que la cifra resulta en un escenario realista.

Respecto al EBITDA, este se compone de los ingresos totales, menos los gastos administrativos y generales, siendo así un EBITDA proyectado de B/. 9.9 millones para los siguientes 10 años. Al no haber variación en los ingresos y los egresos administrativos pues el EBITDA se comporta de la misma manera.

En la evaluación del EBITDA sobre los gastos financieros, Inversiones Leina, S.A. presenta una cobertura positiva en todos los años con un valor de 2.89 veces. Por lo tanto, a lo largo de la emisión, muestra una cobertura suficiente para hacer frente a sus obligaciones financieras. Cabe destacar que se encuentra en un escenario optimista debido al crecimiento considerable que registran en los ingresos. Asimismo, el emisor mantiene arrendamientos con empresas de su Grupo, por lo que el pago de intereses y capital de la emisión dependen de los ingresos que reciba de los intereses de las inmobiliarias relacionadas, donde los ingresos por intereses de estos conforman el 100% de los ingresos proyectados.

Y respecto en la comparación del año 2021 real vs 2021 proyectado, se puede observar como en el año real, se pudo sobrepasar a lo proyectado, superando sus ingresos por arrendamiento, de igual manera los gastos generales fueron superiores a lo proyectado. Adicional, el EBITDA sobrepasó las proyecciones derivado a que el incremento en ingresos fue de mayor manera a los gastos generales. Así mismo, los gastos financieros fueron ligeramente mayores en el año real a los proyectado, esto derivado de las nuevas colocaciones que realizó durante el 2021. El indicador de cobertura se ubicó en 1.3 veces a diciembre 2021 real, superando a lo proyectado que se mostraba en 1 veces siendo un indicador ajustado.

Inversiones Leina, S.A. (Miles de \$US)	2021 Real	2021 P
Ingreso por arrendamiento	5,366	3,640
Gastos generales	759	394
EBITDA	4,607	3,246
<i>Depreciación fiscal</i>	-	1,418
<i>Gastos financieros</i>	3,431	3,246
Ganancia antes de impuestos	1,176	(1,418)
Impuesto sobre la renta	-	278
Flujo de caja libre	1,176	(1,696)
EBITDA / Gastos financieros (Gastos intereses)	1.34	1.00
Margen neto	22%	-47%

FLUJO PROYECCIONES INVERSIONES LEINA, S.A. y Relacionadas

Inversiones Leina, S.A. (Miles de \$US)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Ingreso por arrendamiento	10,601									
Gastos generales	690	690	690	690	690	690	690	690	690	690
EBITDA	9,911									
<i>Depreciación fiscal</i>	1,215	1,215	1,215	1,215	1,215	1,215	1,215	1,215	1,215	1,215
<i>Gastos financieros</i>	3,429	3,429	3,429	3,429	3,429	3,429	3,429	3,429	3,429	3,429
Ganancia antes de impuestos	5,267	5,267	5,267	5,267	5,267	5,267	5,267	5,267	5,267	5,267
Impuesto sobre la renta	1,317	1,317	1,317	1,317	1,317	1,317	1,317	1,317	1,317	1,317
Flujo de caja libre	3,950									
Cobertura (EBITDA/ Gastos Financieros)	2.89	2.89	2.89	2.89	2.89	2.89	2.89	2.89	2.89	2.89
Margen neto	37.3%	37.3%	37.3%	37.3%	37.3%	37.3%	37.3%	37.3%	37.3%	37.3%

Fuente: Inversiones Leina, S.A. / **Elaboración:** PCR

Análisis de sensibilidad de flujos proyectados

Para el siguiente análisis, se tomaron en cuenta dos variables, los ingresos proyectados por las inmobiliarias y los gastos generales y administrativos. Se estresaron dichas variables, para observar el comportamiento del EBITDA y la cobertura sobre gastos financieros. La variable por considerar, son los ingresos proyectados, ya que estos afectan de manera más directa al EBITDA y por ende a la cobertura sobre gastos. Se realizaron varios escenarios en donde los ingresos disminuían y esto afecto al EBITDA, sin embargo, la cobertura sobre gastos financieros siempre fue mayor a uno, por lo que quiere decir que la empresa es capaz de pagar con sus obligaciones aun si se redujera sus ingresos en 50%. Históricamente dicha reducción no ha sido posible, por lo que es un escenario poco probable.

Respecto a sus gastos administrativos, estos no influyen de gran manera, ya que, aunque crezcan en un 100%, el EBITDA es afectado mínimamente, por lo que no es una variable que represente mayor riesgo.

Anexos

BALANCE GENERAL

Balance General Combinado compañías deudoras (cifras en miles de Balboas)	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
ACTIVOS				
Activos corrientes:				
Efectivo	329	77	1,497	1,658
Cuentas por cobrar, neto	63	392	1,778	716
Pagos anticipados	131	285	283	412
Total de activos corrientes	523	754	3,558	2,786
Activos no corrientes:				
Mobiliarios, maquinarias y equipos, neto	1,088	1,059	956	3,060
Propiedades de inversión	94,404	94,404	93,740	116,603
Cuentas por cobrar compañías relacionadas	2	14,242	5,447	5,089
Depósitos en garantía	0	0	1	2
Total de activos no corrientes	95,494	109,705	100,143	124,754
Total de activos	96,016	110,458	103,701	127,541
PASIVOS				
Pasivos corrientes:				
Cuentas por pagar, accionistas	110	110	110	5,524
Cuentas por pagar, compañías relacionadas	300	200	200	4,985
Gastos acumulados y otras cuentas por pagar	225	37	209	291
Total de pasivos corrientes	635	347	519	10,800
Pasivos no corrientes:				
Cuentas por pagar, compañías subsidiarias	28,000	41,591	0	0
Impuesto diferido por pagar	2,024	2,588	2,606	2,192
Cuentas por Pagar, Bancos	0	0	34,217	40,786
Total de pasivos no corrientes	30,024	44,178	36,823	42,977
Total de pasivos	30,660	44,525	37,341	53,778
PATRIMONIO				
Acciones de capital	40	40	40	55
Ganancias Retenidas	5,267	66,021	66,467	73,872
Cambios en valor razonable	60,141	0	0	0
Impuesto complementario	-91	-127	-147	-164
Total de patrimonio	65,357	65,934	66,359	73,763

Fuente: Inversiones Leina, S.A. / Elaboración: PCR

ESTADO DE RESULTADOS

ESTADO DE RESULTADOS Combinado compañías deudoras (miles de Balboas)	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
Ingresos:				
Alquileres	6,677	5,307	4,962	5,365
Otros	0	15	0	0
Total de ingresos	6,677	5,322	4,962	5,365
Depreciación de propiedad de inversión	-3,520	0	0	0
Gastos generales y administrativos	-353	-524	-449	-759
Total de gastos	-3,873	-524	-449	-759
Pérdida realizada en propiedad de inversión	0	0	0	0
Gastos financieros	-3,419	-3,441	-3,387	-3,431
Utilidad (pérdida) neta	-615	1,357	1,126	1,174
Impuesto sobre la renta	-302	-168	0	0
Impuesto sobre la renta diferido	-231	-576	0	0
Utilidad neta	-1,148	613	1,126	1,174

Fuente: Inversiones Leina, S.A. / Elaboración: PCR