# INVERSIONES LEINA S.A.

Panamá , 4 de septiembre 2023

Señores
LATINEX
Ave. Federico Boyd
Bella Vista , Panamá.

Referencia: Informe de Calificación
Att Lcda. Anyelis Marrero

Estimados:

Por este medio le enviamos copia del informe final de Calificación de Riesgo de **INVERSIONES LEINA, S.A.**, con fecha de corte al 30 de junio de 2023 por parte de **PACIFIC CREDIT RATING,** con fecha del informe 22 de septiembre de 2023.

Atentamente,
INVERSIONES LEINA, S.A

ISAAC LEVY HAFEZ
Gerente

Adj. Lo indicado

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

| | | |
|---|---|---|
| **Comité No. 100/2023** | | |
| **Informe con EEFF al 30 de junio de 2023** | | **Fecha de comité:** 22 de septiembre de 2023 |
| Periodicidad de actualización: Semestral | | Sector Inmobiliario/Panamá |
| **Equipo de Análisis** | | |
| Gerardo Flores<br>gflores@ratingspcr.com | Victor Reyes<br>vreyes@ratingspcr.com | (502) 6635-2166 |

| HISTORIAL DE CALIFICACIONES | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| Fecha de información | dic-20 | dic-21 | jun-22 | dic-22 | jun-23 |
| Fecha de comité | 20/08/2021 | 2/09/2022 | 1/02/2023 | 27/04/2023 | 22/09/2023 |
| Bonos Corporativos Series Senior | PAA+ | PAA+ | PAA+ | PAA+ | PAA+ |
| Bonos Corporativos Series Subordinadas | PAA- | PAA- | PAA- | PAA- | PAA- |
| Perspectiva | Estable | Estable | Estable | Estable | Positiva |

## 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 **PAA+** para el Programa de Bonos Corporativos Series Senior y **PAA-** para el Programa de Bonos Corporativos Series Subordinadas de Inversiones Leina, S.A. y modificar la perspectiva a **'Positiva'** con información al 30 de junio de 2023. La calificación se fundamenta en la generación de ingresos de las inmobiliarias relacionadas por arrendamiento a Almacenes "El Costo", que cuenta con una amplia trayectoria en el mercado panameño. Así como la estabilización en ingresos con una adecuada gestión de los gastos que ha permitido la generación de beneficios de todas las inmobiliarias, con coberturas adecuadas para cubrir los gastos financieros. Por último, se consideran las holgadas garantías sobre la emisión de las series senior compuestas por bienes inmuebles.

## Perspectiva

Positiva

## 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:

**Estabilización en la estructura de ingresos consolidados por arrendamiento de las inmobiliarias relacionadas.** Inversiones Leina, S.A., es un vehículo para emitir bonos y otorga facilidades crediticias a sus inmobiliarias afiliadas, que a su vez utilizan los fondos para cancelar deudas existentes y para el desarrollo de proyectos. La principal fuente de repago del Programa Rotativo de Bonos proviene de los ingresos que recibe de sus empresas afiliadas en concepto de arrendamiento de oficinas y locales comerciales. A junio 2023, los ingresos de las inmobiliarias consolidadas totalizan B/. 5.5 millones, superando las proyecciones y estabilizándose conforme se normalizan las operaciones, por lo que no se esperan mayores variaciones en próximos periodos.

**Generación de beneficios de las inmobiliarias relacionadas.** A la fecha de análisis se observa la capacidad de generar beneficios de todas las inmobiliarias producto de la recuperación e incremento en sus ingresos mientras

mantienen gastos operativos bajos. La utilidad neta consolidada de las inmobiliarias relacionadas totaliza B/. 2.6 millones presentando una reducción por el impuesto sobre la renta que no se registraba en periodos anteriores. De esta forma, se tiene un margen neto de 47.4% que se considera adecuado para acumular beneficios de forma sostenida y generar flujos que permitan el pago de la deuda.

**Adecuada cobertura sobre gastos financieros.** A la fecha de análisis, Inversiones Leina, S.A. tiene una cobertura de EBITDA sobre gastos financieros de 1.22 veces que se considera adecuada considerando que se trata de un vehículo financiero y recibe los flujos necesarios para cubrir sus obligaciones. Por su parte, el EBITDA de las inmobiliarias relacionadas totaliza B/. 5.2 millones superando los valores proyectados. Por su parte, los gastos financieros se mantienen estables y totalizan B/. 1.7 millones y no se esperan variaciones hasta que inicie el programa de amortización. De esta forma, se observa una adecuada cobertura sobre gastos financieros de 3.04 veces que supera a la proyectada de 2.89 veces, por lo que se espera que puedan alcanzar las proyecciones al finalizar el periodo. El pago de intereses y capital de la emisión depende de los ingresos que reciba de sus arrendatarios, en su mayoría Almacenes "El Costo", una de las principales cadenas de supermercados en Panamá con una amplia trayectoria y son operadas por Kadima, S.A.

**Holgadas garantías sobre la emisión.** Las Series Senior están respaldadas por el Fideicomiso de Garantía, cuyo patrimonio se compone principalmente de Bienes Inmuebles cuyo valor de avalúo representa el 275.8% del total de las series senior emitidas, superando el 200% mínimo requerido. Por lo que se cumple con lo establecido en el prospecto informativo y se consideran garantías holgadas con margen para soportar variaciones en su valor.

## Factores Clave

**Factores que pudieran mejorar la calificación:**

- Cumplimiento en sus proyecciones de ingresos que permitan generar flujos para cumplir con la deuda del programa de bonos.
- Mantener niveles de liquidez adecuados para hacer frente a las obligaciones en el corto plazo.

**Factores que pudieran desmejorar la calificación:**

- Presentar una disminución considerable en los ingresos que reduzca la capacidad de pago.
- Desmejora sostenida en los indicadores de liquidez y solvencia.

## 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 2022 y no auditados de junio 2022 y 2023.
**Emisión.** Prospecto Informativo de Bonos Corporativos Rotativos de Inversiones Leina, S.A.
**Riesgo crediticio:** Proyecciones financieras de Inversiones Leina, S.A.
**Riesgo de liquidez y solvencia:** Estados financieros consolidados de inmobiliarias relacionadas auditados de diciembre 2018 a diciembre 2022 y no auditados de junio 2022 y 2023, incluyendo las proyecciones financieras de Inversiones Leina, S.A.

## Hechos de Importancia

Desde el año 2021 se afiliaron dos inmobiliarias a Inversiones Leina, S.A. Estas son: Daivet, S.A. y Dicasi, S.A.

## Contexto Económico

Según proyecciones del Banco Mundial, se espera que la economía panameña crezca un 5.7% en el 2023 y un 5.8% en el 2024, demostrando la continua recuperación posterior a la pandemia como resultado de un eficiente esquema de vacunación y las inversiones realizadas, así como el incremento en las exportaciones que presentan un incremento interanual al primer semestre de 2023 de 4.4%. El crecimiento se verá impulsado por el sector de servicios, encabezado por el comercio mayorista y minorista, así como servicios de transporte, almacenamiento y comunicaciones. Adicionalmente, se observa un buen desempeño en los sectores de construcción, industria manufacturera y minería.

Según la última información publicada por el INEC, en las cifras estimadas al cierre de 2022 las actividades económicas que más contribuyen al PIB son actividades de comercio al por menor y por mayor (19.8%), seguido de actividades de construcción (13.2%); transporte, almacenamiento y correo (11.4%) y actividades financieras y de seguros (6.3%). En cuanto a las actividades que mayores incrementos presentan están el comercio al por menor y por mayor, y la reparación de vehículos de motor y motocicletas por B/. 2,031.5 millones (+16.3%); construcción por B/. 1,509.7 millones (+18.5%) la cual fue de las más afectadas por la pandemia; y transporte, almacenamiento y correo por B/. 1,007.5 millones (+13.7%). En general, se observa como la mayoría de las actividades ha incrementado, lo que contribuye a un crecimiento del PIB que se aproxima al 10.8% con respecto al periodo anterior.

Panamá presenta varios retos entre los que destacan la baja escolaridad y la elevada tasa de desigualdad y pobreza que se espera que disminuya hasta el 2025 conforme se recuperan los mercados laborales. Asimismo, el periodo 2022 cerró con una tasa de desempleo de 9.9% que aún se presenta rezagada con respecto a periodos previos a la pandemia. Por su parte, la inflación se aproxima a 3.3% en el 2023, siendo una de las más bajas de la región y afectando principalmente a los hogares más vulnerables, aunque con un impacto moderado.

En cuanto al desempeño del sector bancario, se presenta un incremento interanual al primer semestre de 2023 en los créditos de consumo de 5.3%, destacando la variación de los créditos para construcción de 1.2%, siendo positiva por primera vez desde el 2018. Adicionalmente, los activos crecieron a un ritmo interanual de 4.1% mientras los depósitos incrementan en 2.1%. En cuanto a las utilidades acumuladas, se observa una considerable alza interanual de 51.2% debido a la evolución del margen financiero, el crecimiento sostenido de la cartera de créditos y la reducción de las provisiones conforme se reducen los riesgos derivados de la pandemia. Por último, se observan tasas activas para tarjeta de crédito en niveles máximos históricos con un promedio de 20.7% a junio 2023, mientras que las tasas para préstamos personales, auto y vivienda han venido incrementando desde el periodo anterior.

Así mismo, el cambio en la política monetaria de Estados Unidos causó que la reserva federal (FED) tomara medidas para controlar la inflación, un efecto observado en la mayoría de los bancos centrales de la región latinoamericana y el caribe, lo que llevó a un aumento de las tasas de interés a un ritmo mayor al observado en la última década. De este modo, la reserva federal comenzó el año 2022 con tasas de interés de 0.25% y, a julio de 2023, estas ascienden a 5.50% siendo la tasa de interés más alta que se ha visto desde el 2008. Se espera que las tasas se mantengan elevadas hasta el año 2024. Es importante destacar que estas variaciones pueden afectar el dinamismo en el sector económico, dificultando el acceso a crédito para personas y empresas, así como reducir las actividades de inversión y la generación de empleo, moderando el desempeño de la economía.

El canal de Panamá ha sido un punto de comercio internacional importante que contribuye significativamente al PIB panameño, y se observa un incremento en los tiempos de espera por la mayor demanda conforme se aproxima el fin de año, aunado a la sequía que ha afectado el país y que se ha visto acrecentada por el fenómeno “El Niño”, registrando entre un 30-50% menos lluvias que el promedio. Como medida para controlar esta situación, se ha reducido el número de barcos que pueden pasar por día, lo que tendrá un impacto en los ingresos que se estima caerán en unos US$ 200 millones. Por último, el incremento en los tiempos de espera y la exploración de nuevas rutas se traducen en mayores costos que se trasladan al consumidor final pudiendo agregar más presiones a los precios.

De esta forma, se observa que la economía panameña mantiene proyecciones de crecimiento adecuadas, destacando la recuperación en el sector de servicios y comercio al por mayor y por menor. Además, presenta una inflación moderada en comparación a la región producto de mantener un tipo de cambio estable con el dólar estadounidense. Por último, se podrían presentar retos por la sequía que ha afectado el canal de Panamá y comunidades locales, así como las elevadas tasas de política monetaria que podrían afectar el dinamismo económico.

## Panorama Internacional

Según las *Perspectivas económicas mundiales* del Banco Mundial, en su edición más reciente a junio de 2023, se pronostica una desaceleración del crecimiento global desde 3.1% en 2022 hasta 2.1% en 2023, producto de la alta inflación, políticas monetarias restrictivas y condiciones crediticias más limitadas; mientras que para 2024 se prevé una ligera recuperación, alcanzando una tasa de crecimiento de 2.4%. Se estima un crecimiento en la región de Asia oriental y el Pacífico a medida que China avance en la reapertura económica y genere una recuperación y mejores perspectivas de crecimiento en otras economías. Por otra parte, se espera un crecimiento moderado en las otras regiones debido a la escasa demanda externa, las severas condiciones financieras mundiales y la inflación, que frenarán la actividad económica.

En 2022, la inflación presionó a la mayoría de las economías del mundo, donde la mediana de la inflación global superó el 9% en la segunda mitad del año, alcanzando su nivel más alto desde 1995. En las economías emergentes y en desarrollo (EMDEs), ésta alcanzó casi el 10%, el nivel más alto desde 2008; mientras que en las economías avanzadas un poco más del 9.0%, la más alta desde 1982; la alta inflación es producto de factores tanto de oferta como de demanda. Por parte de la demanda, se destaca el crecimiento acelerado por el efecto rebote posterior a la crisis sanitaria de 2020, así como los impactos retardados de las políticas macroeconómicas aplicadas. Mientras que, por el lado de la oferta, la escasez de productos básicos, profundizada por la invasión de Rusia a Ucrania contribuyó sustancialmente al incremento del precio de la energía y los alimentos. La inflación aún se mantiene por encima del objetivo de los bancos centrales en la mayoría de las economías. A abril de 2023, la mediana de la inflación global aún se mantenía en 7.2% respecto a abril de 2022, pero por debajo de su punto más alto de 9.4% en julio de 2022.

En ese sentido, se espera que para 2023 la inflación se modere, pero aún será un factor determinante que sumado a las demás condiciones adversas que enfrenta la economía global, provocarán una ralentización del crecimiento económico. Se prevé que la inflación mundial se mantenga por encima de su promedio 2015-2019 y aún por un periodo más largo de lo que se estimaba a inicios de 2023. A pesar de la mejora evidenciada en la cadena de suministro y la reducción en los precios de la energía, la demanda sigue determinando los altos niveles de inflación, aunque también la capacidad de la oferta podría representar algunos inconvenientes para reducir los niveles de inflación global.

Para la región de América Latina y el Caribe, se estima que el crecimiento económico podría disminuir desde un 3.7% en 2022 hasta 1.5% en 2023. Un crecimiento más débil de las economías avanzadas afectará a las exportaciones de esas economías, en conjunto con políticas monetarias restrictivas y la persistencia de inflación interna aún elevada podrían impedir la flexibilización de las condiciones financieras para lograr una mayor recuperación económica. En Centroamérica se estima que el crecimiento económico se modere desde el 5.4% de 2022 hasta un 3.6% en 2023. Se espera que el ritmo de crecimiento de las remesas sea más lento, pero manteniendo una buena dinámica soportada en un mercado laboral más activo en Estados Unidos y que las actividades de turismo contribuyan a la actividad económica en 2023. Panamá lidera el crecimiento de la región apoyado en las exportaciones de servicios y la inversión; mientras que en El Salvador el crecimiento se moderaría, pero alcanzaría aún niveles superiores al crecimiento histórico promedio. Por otra parte, la inflación en la región aún se mantiene alta, principalmente en Honduras y Nicaragua, motivada por el aumento en los precios de los alimentos. Adicionalmente, tanto Guatemala como Costa Rica proyectan un crecimiento más moderado respecto a 2022; mientras que en el Caribe, República Dominicana estima un crecimiento de 4.1% (4.9% en 2022), impulsado en buena medida por un fuerte crecimiento de las exportaciones.

El endurecimiento de la política monetaria en Estados Unidos, al incrementar las tasas de interés por medio de la FED como respuesta a la alta inflación, plantea fuertes retos a las economías emergentes y en desarrollo. Por una parte, se afectan a las exportaciones de estas economías hacia Estados Unidos al ralentizar su dinámica comercial y, por otro lado, se incrementan los costos del servicio de deuda al elevar el pago de intereses. Adicionalmente, las condiciones de endeudamiento de muchas economías emergentes y en desarrollo ya se dirigían hacia un camino de vulnerabilidad y dadas las presiones económicas globales es probable que la sostenibilidad fiscal se erosione aún más debido a las perspectivas de crecimiento menores y al aumento de los costos de la deuda. El escenario de bajo crecimiento, sumado a las medidas de los gobiernos para proteger a las poblaciones más vulnerables por medio de subsidios y recortes a los impuestos de consumo han tensado aún más los presupuestos fiscales de muchos países que ya cuentan con elevados niveles de deuda pública, lo cual restringe aún más el acceso a los mercados financieros internacionales.

Finalmente, el cambio climático plantea retos adicionales a los países con dependencia de las actividades de agricultura y minería, principalmente en Centroamérica y el Caribe. Fenómenos como El niño y La niña pueden llegar a causar sequías e inundaciones y que en conjunto con la infraestructura inadecuada profundizan los efectos de los desastres naturales. En el mediano y largo plazo, se estima que estos eventos puedan influir directamente en los niveles de desarrollo y crecimiento económico de los países de la región al afectar a sus principales sectores e industrias e impactar en su productividad.

**Contexto Sector**

La pandemia COVID-19 afectó a todas las actividades económicas a nivel global, siendo el sector de construcción e inmobiliario uno de los más perjudicados debido a que muchos proyectos se quedaron en pausa. Luego de la reactivación económica que hubo en 2021 gracias al levantamiento de medidas y el ágil esquema de vacunación en el país, los proyectos mostraron una recuperación en el sector que continuó durante todo 2021 y principios de 2022.

Al cierre de 2022, según datos estimados publicados por el Instituto Nacional de Estadística y Censo de Panamá (INEC), el sector de construcción en producción de mercado presentó un crecimiento interanual de B/. 1,509.7 millones (+18.5%). De esta forma se demuestra la continua mejora tras la contracción observada en el 2020 y, a pesar de la recuperación, se mantiene por debajo de los niveles presentados en periodos previos a la pandemia. Históricamente el sector de construcción ha sido un pilar de la economía panameña por ser una de las actividades que más contribuye al PIB con una participación de 13.2%, ligeramente por encima del periodo anterior (diciembre 2021: 12.3%) y únicamente por detrás de comercio al por mayor y por menor y reparación de vehículos.

Para que el sector pueda continuar la recuperación y presentar un crecimiento sostenible en próximos periodos se deben observar mayores niveles de inversión tanto pública como privada, así como activar nuevos proyectos y asociaciones público-privadas de acuerdo con el presidente de la Cámara Panameña de Construcción (CAPAC) en el Expo Hábitat de septiembre 2022, por lo que se espera que continúe la tendencia de recuperación aproximándose más a niveles obtenidos en periodos anteriores.

El mercado de bienes raíces de Panamá, está compuesto de tres sectores, los cuales son segregados dependiendo de la utilización final de los inmuebles:

- **Residencial**: El sector de bienes raíces residenciales se caracteriza principalmente por la venta y alquiler de casas y apartamentos.
- **Comercial**: El sector de bienes raíces comercial, está vinculado a la venta y alquiler de locales comerciales y de oficinas.
- **Industrial**: El sector de bienes raíces industrial, está compuesto principalmente de fábricas plantas productoras, procesadoras y galeras, entre otros.

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

Al analizar el crecimiento de las actividades inmobiliarias en cuanto a producción de mercado del PIB, estas presentan un incremento interanual de B/. 160.3 millones (+12.9%) y una participación con respecto al PIB de 1.9% manteniendo proporciones similares a periodos anteriores.

Para terminar, el sector inmobiliario cierra el año con un buen dinamismo económico a raíz de la alta demanda que se presentó. Pese al alza en la inflación, que como consecuencia trajo un incremento de precios en cierta parte del sector inmobiliario, se espera que el sector continúe recuperando en generación de ingresos por ventas y alquileres sobre todo en el subsector residencial.

## Análisis de la institución

***Reseña***

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 con 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. La empresa fue creada con el fin de ser la sociedad beneficiara de las acciones de ciertas inmobiliarias.

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 once subsidiarias, las cuales serán la sociedades beneficiarias. El emisor tiene como deudores las siguientes once 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 10 sucursales estratégicamente ubicadas para brindar productos de alta calidad en diversas categorías. A continuación, se presenta el porcentaje de ocupación de las inmobiliarias:

| Inmobiliaria | Alquilado a Kadima, S.A. | Alquilado a Terceros |
|---|---|---|
| Eldan, S.A. | 100% | |
| Danivi, S.A. | 100% | |
| Sovera, S.A. | 10% | 90% |
| Ssada, S.A. | 100% | |
| Mizraq, S.A. | 100% | |

| Inmobiliaria | Alquilado a Kadima, S.A. | Alquilado a Terceros |
|---|---|---|
| Diavet, S.A. | 100% | |
| Danisol, S.A. | 100% | |
| Daliv,S.A. | 100% | |
| Dicasi, S.A. | 100% | |
| Danel Internacinal, S.A. | 100% | |
| Inmobiliaria Mam, S.A. | 100% | |

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

**Gobierno Corporativo**

PCR efectuó un análisis a las prácticas de Gobierno Corporativo a Inversiones Leina, S.A. 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 composición accionaria de cada uno de de Inversiones Leina, S.A., es la siguiente:

**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 director o 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. Las inmobiliarias relacionadas son las siguientes: Danel International, 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. y Daivet, S.A., Dicasi, 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 a través 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.

Almacenes “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 que 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 nueve 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.

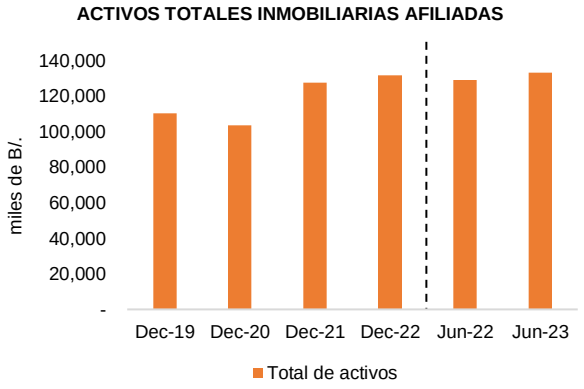
**Posición competitiva**
La industria de alquiler de locales comerciales de la ciudad de Panamá es bastante fragmentada, con una gran base de locales comerciales con propietarios individuales que en su mayoría se utilizan para negocios propios. Por lo cual, no hay muchas compañías que se dediquen a este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

**Análisis Financiero de las inmobiliarias relacionadas**
Las inmobiliarias relacionadas, no se encuentran subordinadas a la Compañía ni forman partede un consolidado de ésta. Sin embargo, por motivos de análisis de robustez de ingresos para el pago del Programa se consolidaron sus resultados. Se cuenta con cinco periodos de estados financieros auditados de las inmobiliarias relacionadas partiendo del año 2018 al 2022 y no auditados de junio 2022 y 2023. Por lo tanto, PCR no puede analizar el historial de crédito, estados financieros históricos, razones financieras, ni el desempeño del emisor.

**Balance General**
Al 30 de junio de 2023 el activo consolidado de las inmobiliarias relacionadas totalizó B/. 133.3 millones mostrando un aumento interanual de B/. 4.0 millones (+3.1%). Esto debido a un incremento en los activos no corrientes por B/. 4.8 millones (+3.8%) producto de mayores cuentas por cobrar entre compañías relacionadas (+60.1%). En contraposición, se presenta un decremento en los activos corrientes por B/. 783.2 miles (-36.0%) producto de una disminución en el efectivo (-77.6%).

En cuanto a la composición del activo, las propiedades de inversión son las más representativas (87.6%) y corresponden a los locales comerciales que se alquilan. Le siguen las cuentas por cobrar a compañías relacionadas (9.5%), la cual ha incrementado su participación a la fecha de análisis, y mobiliario y equipo (1.8%). Cabe destacar que el efectivo ha disminuido su participación (0.2%) con respecto al cierre anterior (diciembre 2022: 5.2%), en parte, por el financiamiento otorgado entre compañías relacionadas incrementando las cuentas por cobrar.

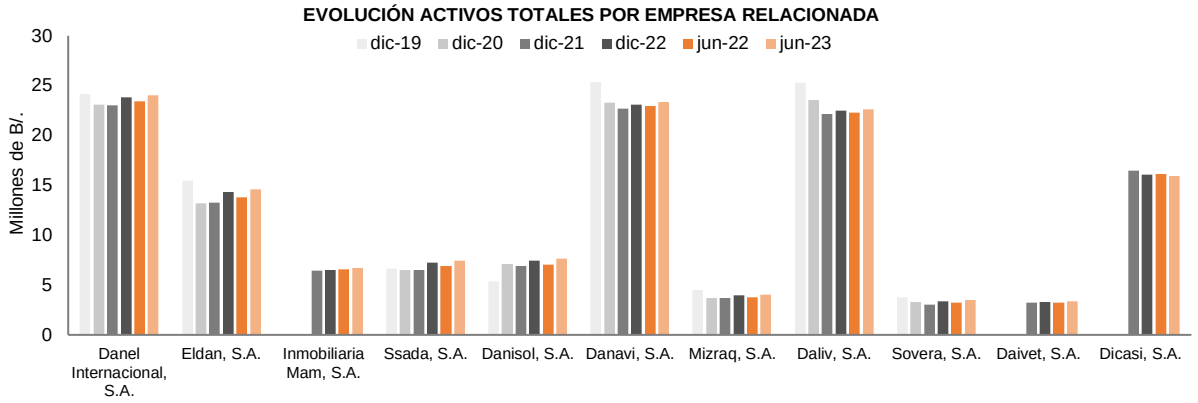
Se puede observar el incremento en los activos en el año 2021 por la afiliación de Daivet, S.A. y Dicasi, S.A. y, desde entonces, ha venido presentando ligeros incrementos con los resultados de su operación, sin presentar variaciones significativas en el valor de las propiedades de inversión.




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

**Activos de las inmobiliarias relacionadas**
Al 30 de junio de 2023, el conglomerado está conformado por 11 inmobiliarias relacionadas. Las empresas que muestran una mayor participación en cuanto a activos son: Danel Internacional S.A. (18.0%), Danavi, S.A. (17.5%), Daliv, S.A. (17.0%), Dicasi, S.A. (12.0%) y Eldan, S.A. (11.0%). Estas 5 inmobiliarias relacionadas representan el 75.4% del total de activos del consolidado, manteniendo proporciones similares a periodos anteriores. El 24.6% restante se reparte entre las otras 6 inmobiliarias relacionadas.

Es importante destacar que varias inmobiliarias presentaron disminuciones en efectivo de diciembre 2022 a junio 2023, siendo las que mayores variaciones presentaron Eldan, S.A. por B/. 1.2 millones (-97.4%), Danel Internacional S.A. por B/. 1.1 millones (-97.4%) y Daliv, S.A. por B/. 1.1 millones (-97.0%), mientras incrementan sus cuentas por cobrar con compañías relacionadas.




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

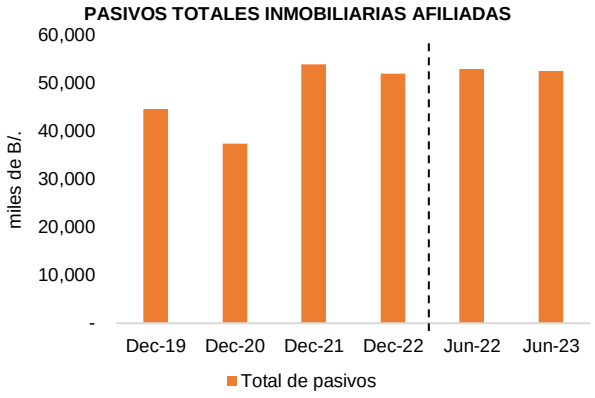
**COMPOSICIÓN DE ACTIVOS A JUNIO 2023**

| Miles de Balboas | Danel Internacional, S. A. | Eldan, S. A. | 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. |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Efectivo | 29 | 32 | 19 | 20 | 16 | 18 | 11 | 34 | 13 | 11 | 25 |
| Cuentas por cobrar, neto | - | - | - | - | - | - | - | - | - | 12 | 600 |
| Pagos anticipados | 6 | 80 | 73 | 69 | 61 | 23 | 34 | 76 | 29 | - | 5 |
| **Total de activos corrientes** | **94** | **112** | **92** | **89** | **77** | **41** | **45** | **109** | **43** | **58** | **630** |
| Mobiliarios, maquinarias y equipos | 57 | 85 | - | 42 | - | - | - | 596 | - | - | 1,677 |
| Propiedades de inversión | 20,400 | 12,960 | 6,300 | 6,300 | 6,800 | 20,960 | 3,600 | 19,760 | 2,960 | 3,105 | 13,647 |
| Cuentas por cobrar compañías subsidiarias | 3,491 | 1,461 | 337 | 1,040 | 761 | 2,327 | 423 | 2,136 | - | 202 | - |
| Depósitos en garantía | - | - | 1 | 1 | - | - | - | - | 0 | - | - |
| **Total de activos no corrientes** | **23,948** | **14,506** | **6,638** | **7,382** | **7,561** | **23,287** | **4,023** | **22,492** | **3,447** | **3,307** | **15,324** |
| **Total de activos** | **24,042** | **14,618** | **6,731** | **7,471** | **7,638** | **23,328** | **4,068** | **22,601** | **3,490** | **3,365** | **15,954** |

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

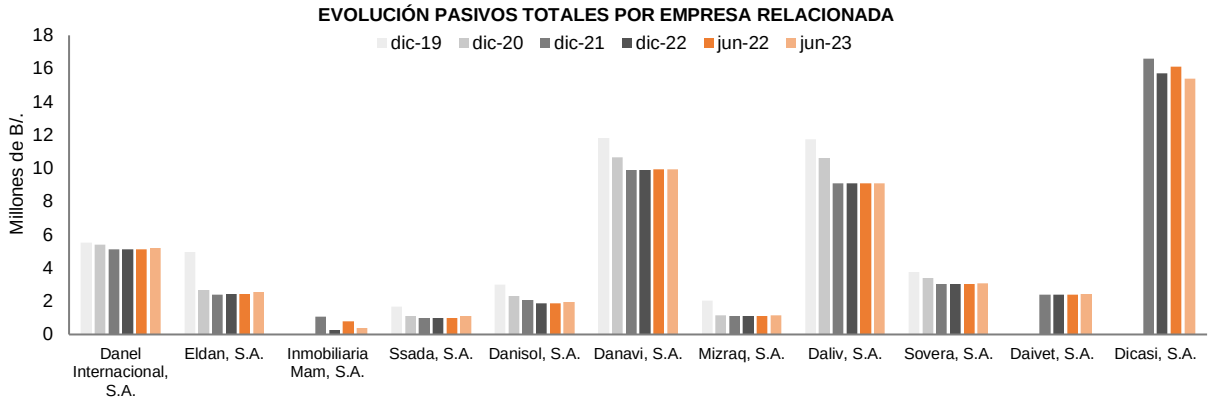
### Pasivos de las inmobiliarias relacionadas

A la fecha de análisis, el pasivo de las inmobiliarias relacionadas totaliza B/. 52.4 millones mostrando un decremento anual de B/. 490.4 miles (-0.9%). Esto producto de una disminución en las cuentas por pagar a las compañías relacionadas por B/. 1.3 millones (-31.3%), mientras incrementan los gastos acumulados y otras cuentas por pagar por B/. 794.4 miles (+3.2 veces). En cuanto a la composición de los pasivos, los préstamos por pagar son los más representativos (77.9%) y corresponden al programa de bonos emitido y que se amortizarán siguiendo un programa que iniciará en el año 2026. Le siguen las cuentas por pagar a accionistas (10.6%) y cuentas por pagar a compañías relacionadas (5.4%), las cuales tuvieron una reducción en su participación durante el periodo.




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

Las empresas que muestran una mayor participación en cuanto a pasivos son: Dicasi, S.A. (29.4%), Danavi, S.A. (19.0%), Daliv, S.A. (17.4%), Danel Internacional, S.A. (10.0%) y Sovera, S.A. (5.9%). Entre estas 5 representan el 81.7% del total de los pasivos. El 18.3% restante lo componen las otras 6 inmobiliarias relacionadas. Cabe destacar que Danavi, S.A., Daliv, S.A. y Dicasi, S.A. son las que más cuentas por pagar con Inversiones Leina, S.A. mantienen por la emisión de bonos, con participaciones de 22.5%, 21.0% y 19.9% respectivamente. Por su parte, Dicasi, S.A. es la única que mantiene cuentas por pagar con compañías relacionadas y se ha venido reduciendo en los últimos periodos.




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

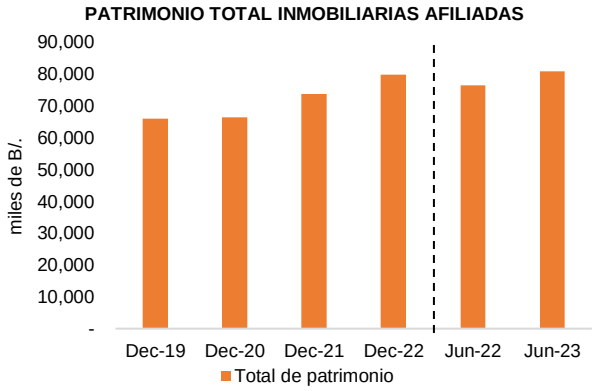
**COMPOSICIÓN DE PASIVOS A JUNIO 2023**

| Miles de Balboas | Danel Internacional, S. A. | Eldan, S. A. | 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. |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Cuentas por pagar accionistas | - | - | - | - | - | - | - | - | 110 | 1,060 | 4,355 |
| Cuentas por pagar compañías relacionadas | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | 2,815 |
| Gastos acumulados y otras cuentas por pagar | 111 | 157 | 120 | 122 | 103 | 50 | 62 | 40 | 74 | 111 | 92 |
| **Total pasivos corrientes** | **111** | **157** | **120** | **122** | **103** | **50** | **62** | **40** | **184** | **1,171** | **7,262** |
| Impuesto diferido por pagar | 298 | 306 | 70 | 83 | 84 | 703 | 128 | 483 | - | 36 | - |
| Préstamos por pagar | 4,810 | 2,090 | 206 | - | - | 9,189 | 975 | 8,585 | 2,907 | 1,231 | 8,132 |
| **Total pasivos no corrientes** | **5,108** | **2,396** | **277** | **973** | **1,854** | **9,892** | **1,103** | **9,068** | **2,907** | **1,267** | **8,132** |
| **Total de pasivos** | **5,219** | **2,554** | **397** | **1,095** | **1,957** | **9,942** | **1,165** | **9,108** | **3,091** | **2,438** | **15,394** |

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

## Patrimonio

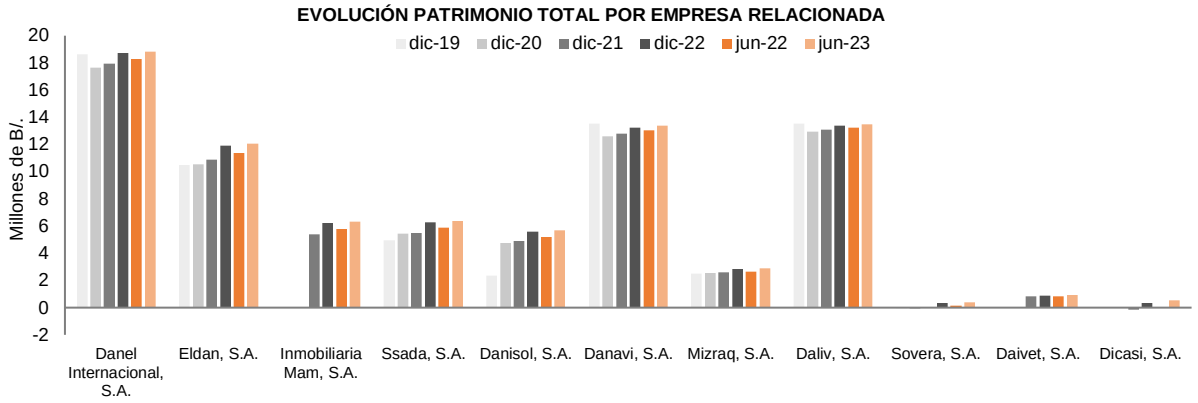
A junio de 2023 el patrimonio de las inmobiliarias relacionadas totaliza B/. 80.9 millones mostrando un incremento interanual de B/. 4.5 millones (+8.1%) producto del aumento en las utilidades retenidas por B/. 4.6 millones (+6.1%) y se mantiene la tendencia alcista por la continua generación de utilidades. Las acciones de capital a la fecha permanecen sin cambios y totalizan B/. 55.0 miles.




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

Las empresas que muestran una mayor participación en cuanto al patrimonio son: Danel Internacional, S.A. (23.3%), Daliv, S.A. (16.7%), Danavi, S.A. (16.5%), Eldan, S.A. (14.9%) y Ssada, S.A. (7.9%). Estas cinco representan el 79.2% y las seis restantes el 20.8% del patrimonio del conglomerado. Danel Internacional, S.A., Daliv, S.A. y Danavi, S.A. son las que mayores utilidades han generado y acumulado en los últimos 5 años, a la fecha de análisis sus utilidades

acumuladas son de B/. 18.9 millones, B/. 13.5 millones y B/. 13.4 millones respectivamente. Cabe destacar que las once inmobiliarias relacionadas presentan un patrimonio positivo en su mayoría compuesto por ganancias retenidas, siendo pocas las que tienen un capital en acciones propio.




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

**COMPOSICIÓN DE PATRIMONIO A JUNIO 2023**

| Miles de Balboas | Danel Internacional, S. A. | Eldan, S. A. | 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 | 10 | - | - | - | - | 5 | - |
| Ganancias retenidas | 18,885 | 12,127 | 6,365 | 6,407 | 5,705 | 13,395 | 2,921 | 13,497 | 412 | 954 | 563 |
| Impuesto complementario | (72) | 12,064 | (41) | (41) | (33) | (9) | (19) | (4) | (13) | (32) | (3) |
| **Total de Patrimonio** | **18,823** | **12,064** | **6,334** | **6,376** | **5,682** | **13,386** | **2,903** | **13,493** | **399** | **927** | **560** |

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

## Liquidez

De diciembre 2022 a junio 2023 se puede observar una reducción significativa en el efectivo por B/. 6.6 millones, mientras las cuentas por cobrar a compañías relacionadas ascienden a B/. 12.7 millones, una variación interanual de B/. 4.8 millones (+60.1%). De esta forma se presentan ajustados niveles de liquidez para casi todas las inmobiliarias con una liquidez mediata consolidada de 14.8%. Sin embargo, se considera que la mayor parte de los pasivos que se consideran corrientes corresponde a cuentas por pagar a accionistas y compañías relacionadas, de forma que se podría tener mayor flexibilidad en las condiciones y plazos de pago, así como que las cuentas por cobrar se mantienen con la compañía operadora y los recursos se pueden hacer disponibles en cuanto las inmobiliarias lo necesiten. En línea con lo anterior, el capital de trabajo para la mayoría de las inmobiliarias es negativo siendo Daliv, S.A. la única que presenta un saldo positivo.

**INDICADORES DE LIQUIDEZ A JUNIO 2023**

| Indicadores | Danel Internacional S. A. | Eldan, S. A. | 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. |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Liquidez mediata (veces) | 0.8 | 0.7 | 0.8 | 0.7 | 0.8 | 0.8 | 0.7 | 2.8 | 0.2 | 0.0 | 0.1 |
| Capital de trabajo (miles de B/.) | (17.0) | (45.6) | (27.7) | (33.0) | (25.5) | (8.5) | (17.2) | 69.5 | (141.5) | (1,113.0) | (6,631.9) |

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

## Endeudamiento y Solvencia

Con relación al endeudamiento, las inmobiliarias consolidadas mantienen proporciones similares a periodos anteriores con un índice de endeudamiento de 39.3%, ligeramente por debajo al presentado el periodo anterior (junio 2023: 40.9%) por la reducción de los pasivos mientras incrementa el patrimonio con las ganancias retenidas. Aunque cabe destacar el caso de Dicasi, S.A. que mantiene un alto nivel de endeudamiento de 96.5%, esto debido a que su patrimonio se compone únicamente por las utilidades acumuladas y, por ser una de las inmobiliarias más recientes, apenas ha iniciado a obtener beneficios. De esta forma se demuestra que el consolidado se ha logrado financiar principalmente con recursos generados de su propia operación, por lo que se considera un nivel de solvencia adecuado que le permitirá hacer frente a sus obligaciones.

**INDICADORES DE ENDEUDAMIENTO Y SOLVENCIA A JUNIO 2023**

| Indicadores | Danel Internacional, S. A. | Eldan, S. A. | 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. |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Endeudamiento (Pasivo/Activo) | 21.7% | 17.5% | 5.9% | 14.7% | 25.6% | 42.6% | 28.6% | 40.3% | 88.6% | 72.4% | 96.5% |
| Patrimonio/activo | 78.3% | 82.5% | 94.1% | 85.3% | 74.4% | 57.4% | 71.4% | 59.7% | 11.4% | 27.6% | 3.5% |
| Pasivo/Patrimonio (veces) | 0.3 | 0.2 | 0.1 | 0.2 | 0.3 | 0.7 | 0.4 | 0.7 | 7.7 | 2.6 | 27.5 |

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

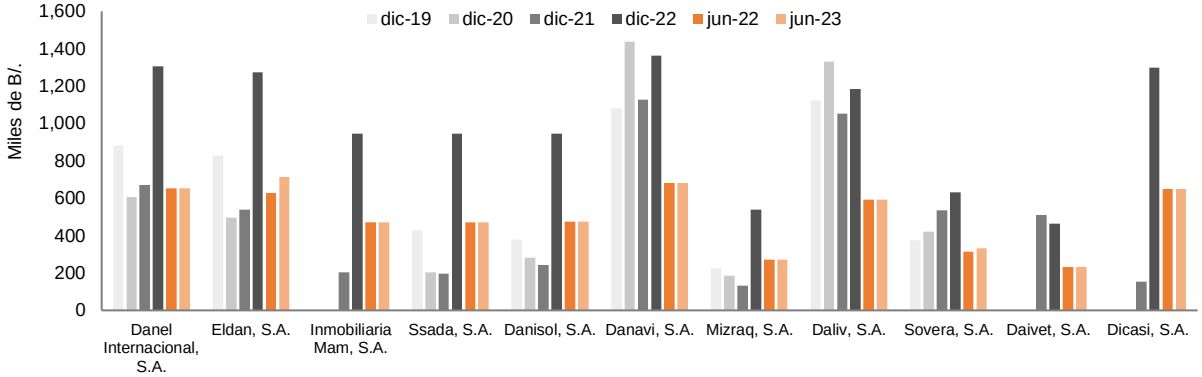
## Resultados Financieros Inmobiliarias relacionadas

### Ingresos

Hasta la fecha de análisis, los ingresos consolidados de las inmobiliarias totalizan B/. 5.5 millones, presentando un ligero incremento anual de B/. 195.6 miles (+3.7%). Estos resultados fueron producto de que las inmobiliarias se encuentran operando en condiciones normales y varias han presentado estabilización en sus ingresos con respecto a junio 2022, presentando incrementos las inmobiliarias Eldan, S.A. (+13.8%) y Sovera, S.A. (+6.1%). La estabilidad en los ingresos se considera favorable por permitir realizar mejores proyecciones para el pago de la emisión, debido a que el flujo para el pago proviene en un 100% de los ingresos por alquiler que generen las inmobiliarias relacionadas.

Los ingresos por alquiler representan el 100% del total de ingresos consolidados de las inmobiliarias. Las empresas que presentan una mayor participación en cuanto ingresos son: Eldan, S.A. (12.9%), Danavi, S.A. (12.3%), Danel Internacional, S.A. (11.8%) y Daliv, S.A. (10.7%). En conjunto estas empresas representan el 59.3% del total de ingresos, mientras el 40.7% restante se distribuye entre el resto de las inmobiliarias. Los ingresos se encuentran poco concentrados debido a que no ninguna empresa mantiene una participación muy alta.

**EVOLUCIÓN INGRESOS TOTALES DE LAS INMOBILIARIAS RELACIONADAS**




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

**COMPOSICIÓN DE INGRESOS A JUNIO 2023**

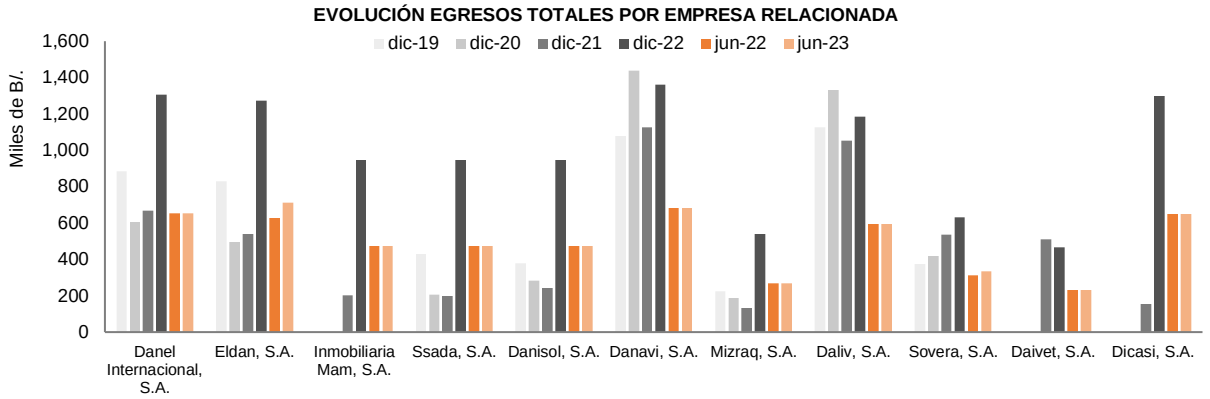
| Miles de Balboas | Danel Internacional, S. A. | Eldan, S. A. | Mam, S.A. | Ssada, S. A. | Danisol, S. A. | Danavi, S. A | Mizraq, S. A. | Daliv, S. A | Sovera, S.A. | Daivet, S.A. | Dicasi, S.A. |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Alquileres | 653 | 713 | 473 | 473 | 473 | 681 | 270 | 593 | 333 | 233 | 650 |
| **Total de ingresos** | **653** | **713** | **473** | **473** | **473** | **681** | **270** | **593** | **333** | **233** | **650** |

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

### Gastos

A junio de 2023, los gastos consolidados de las inmobiliarias relacionadas totalizan B/. 2.0 millones manteniéndose relativamente estables con respecto al periodo anterior con una leve variación (-0.3%) producto de la disminución en los gastos administrativos mientras se mantienen gastos financieros estables debido a que no se han presentado variaciones en el programa de bonos.

Las inmobiliarias relacionadas con mayor participación en los gastos son: Daliv, S.A. (22.4%), Danavi, S.A. (21.0%), Dicasi, S.A. (15.8%), Danel Internacional, S.A. (12.3%). Las cuales en conjunto representan el 78.9% del total, mientras el 21.1% restante lo componen las otras 6 empresas relacionadas. En general, no se han visto variaciones significativas en los gastos generales y administrativos. Mientras que Danavi, S.A. es la que más contribuye a los gastos financieros por ser la que más deuda mantiene con la empresa emisora.




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

**COMPOSICIÓN DE GASTOS A JUNIO 2023**

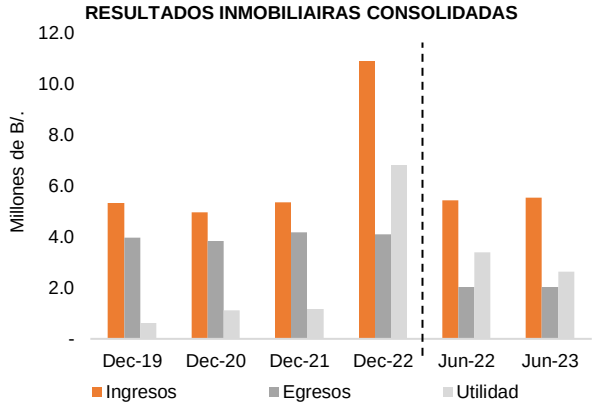
| Miles de Balboas | Danel Internacional, S. A. | Eldan, S. A. | Mam, S.A. | Ssada, S. A. | Danisol, S. A. | Danavi, S. A | Mizraq, S. A. | Daliv, S. A | Sovera, S.A. | Daivet, S.A. | Dicasi, S.A. |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Gastos generales y administrativos | (34) | (28) | (25) | (29) | (8) | (15) | (9) | (71) | (20) | (9) | (79) |
| Gastos financieros | (216) | (94) | (9) | (40) | (80) | (414) | (44) | (386) | (131) | (55) | (244) |
| **Total de gastos** | **(250)** | **(122)** | **(34)** | **(69)** | **(87)** | **(429)** | **(52)** | **(457)** | **(151)** | **(65)** | **(323)** |

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

### Utilidad Neta inmobiliarias relacionadas

Pese al incremento en los ingresos y la reducción en los gastos, la utilidad neta consolidada de las inmobiliarias relacionadas totaliza B/. 2.6 millones mostrando una disminución de B/. 685.9 miles (-20.7%) producto de agregar el impuesto sobre la renta por valor de B/. 875.7 miles, siendo la primera vez que se registra.

A pesar de la reducción en la utilidad neta, hasta la fecha de análisis las once inmobiliarias relacionadas registran beneficios. En cuanto a la contribución a la utilidad, las inmobiliarias con mayor participación son: Eldan, S.A. (16.9%), Inmobiliaria Mam, S.A. (12.5%) y Ssada, S.A. (11.5%). Se considera que las utilidades se encuentran bastante distribuidas entre las 11 relacionadas.



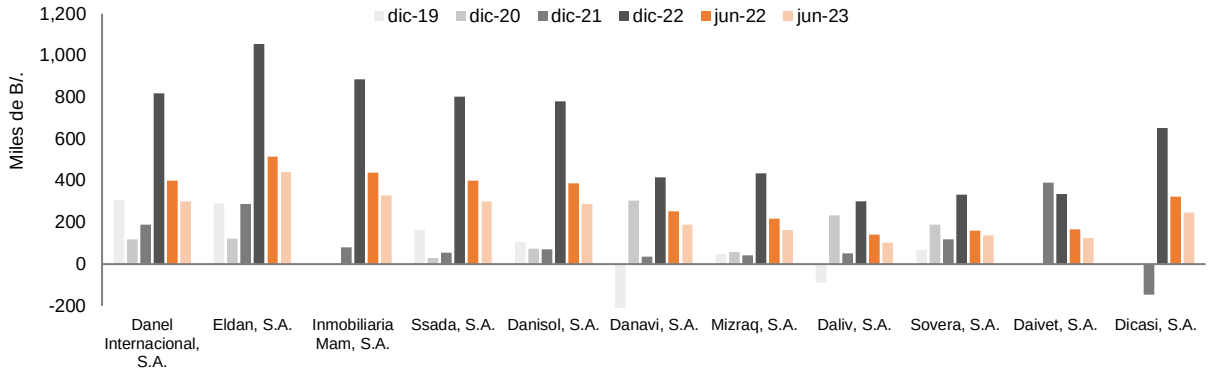

**Fuente:** Inversiones Leina, S.A./**Elaboración:** PCR

**COMPOSICIÓN DE UTILIDADES A JUNIO 2023**

| Miles de Balboas | Danel Internacional, S. A. | Eldan, S. A. | 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 | 653 | 713 | 473 | 473 | 473 | 681 | 270 | 593 | 333 | 233 | 650 |
| Gastos totales | (250) | (122) | (34) | (69) | (87) | (429) | (52) | (457) | (151) | (65) | (323) |
| Impuesto sobre la renta | (101) | (148) | (110) | (101) | (96) | (63) | (54) | (34) | (46) | (42) | (82) |
| **Utilidad neta** | **302** | **443** | **329** | **302** | **289** | **189** | **163** | **102** | **137** | **126** | **245** |

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

**EVOLUCIÓN UTILIDAD NETA POR EMPRESA RELACIONADA**




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

**Indicadores de Rentabilidad**

La capacidad de generar beneficios de todas las inmobiliarias permitió que tanto el ROAA como ROAE fueran positivos. Esto gracias a presentar ingresos estables a través de contratos de arrendamiento mientras se observa una gestión adecuada de gastos que no presentan variaciones significativas.

Por su parte, el margen neto del consolidado es de 47.4% al periodo de análisis, demostrando una leve desmejora con respecto al periodo anterior (junio 2023: 62.0%) aunque esta se debe a la adición del impuesto sobre la renta, que no se había registrado en el periodo anterior. Las inmobiliarias que presentan un mejor margen neto son Mam, S.A. (69.6%), seguido de Ssada, S.A. (64.0%) y Eldan, S.A. (62.1%). La continua generación de beneficios con ingresos estables demuestra una eficiencia operativa del consolidado adecuada, lo que permitirá continuar generando y acumulando utilidades en futuros periodos.

**INDICADORES DE RENTABILIDAD A JUNIO 2023**

| Indicadores | Danel Internacional, S. A. | Eldan, S. A. | 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. |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| ROAA | 2.5% | 6.1% | 9.8% | 8.1% | 7.6% | 1.6% | 8.0% | 0.9% | 7.8% | 7.5% | 3.1% |
| ROAE | 3.2% | 7.3% | 10.4% | 9.5% | 10.2% | 2.8% | 11.2% | 1.5% | 68.5% | 27.2% | 87.6% |
| Margen Neto | 46% | 62% | 70% | 64% | 61% | 28% | 60% | 17% | 41% | 54% | 38% |

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

**Análisis Financiero Inversiones Leina, S.A.**

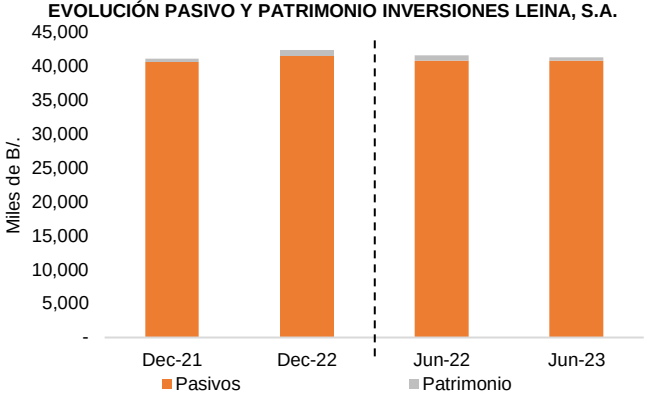
El Emisor, Inversiones Leina, S.A., es una empresa recientemente creada con el único fin de ser el emisor de deuda para otorgar facilidades crediticias a inmobiliarias relacionadas, las cuales no consolidan con el emisor por no ser subordinadas del mismo. El Emisor inició operaciones en marzo de 2021, 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.

A la fecha de análisis los activos de Inversiones Leina, S.A. totalizan B/. 41.3 millones, lo que representa una ligera reducción de B/. 307.6 miles (-0.7%) con respecto al periodo anterior. El activo se encuentra compuesto principalmente por préstamos por cobrar (98.7%) que hacen referencia al financiamiento otorgado a las compañías relacionadas y se distribuye de la siguiente forma:

| Compañía relacionada | Monto (US$) | Participación (%) |
|---|---|---|
| Daliv, S.A. | 8,585,000 | 21.0% |
| Danavi, S.A. | 9,189,000 | 22.5% |
| Danel Internacional, S.A. | 4,810,000 | 11.8% |
| Danisol, S.A. | 1,770,000 | 4.3% |
| Eldan, S.A. | 2,090,000 | 5.1% |
| Mizraq, S.A. | 975,000 | 2.4% |
| Sovera, S.A. | 2,906,547 | 7.1% |
| Ssada, S.A. | 890,228 | 2.2% |
| Dicasi, S.A. | 8,132,396 | 19.9% |
| Inmobiliaria Mam, S.A. | 206,453 | 0.5% |
| Daivet, S.A. | 1,231,000 | 3.0% |
| **Total** | **40,785,624** | **100.0%** |

Por su parte, los pasivos totalizan B/. 40.8 millones sin presentar variaciones significativas y se encuentran principalmente compuestos por los bonos por pagar (99.9%). Por último, el patrimonio totaliza B/. 491.3 miles, lo que representa una reducción de B/. 307.0 miles (-38.5%), por la distribución de dividendos por B/. 738.2 miles durante el periodo.

**EVOLUCIÓN PASIVO Y PATRIMONIO INVERSIONES LEINA, S.A.**




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

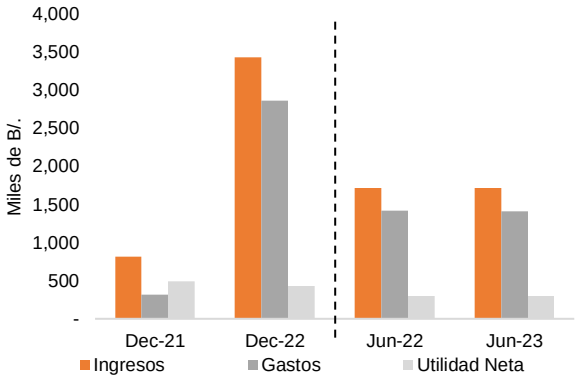
**Liquidez**

Los activos corrientes de Inversiones Leina, S.A. totalizan B/. 551.1 miles y se encuentran compuestos principalmente de efectivo por valor de B/. 335.4 miles. Mientras que se registran pasivos corrientes por valor de B/. 59.4 miles y hacen referencia a gastos acumulados por pagar. De forma que se considera que cuentan con capacidad suficiente para hacer frente a sus obligaciones en el corto plazo, considerando que la mayor parte de sus obligaciones vence en el largo plazo y corresponden al programa de bonos emitido.

**Resultados Financieros Inversiones Leina, S.A.**

Los ingresos de Inversiones Leina, S.A. provienen exclusivamente de los intereses cobrados a las inmobiliarias beneficiarias de los bonos y a la fecha de análisis totalizan B/. 1.7 millones sin presentar variación. Además, registra gastos generales y administrativos por valor de B/. 47.9 miles, estos hacen referencia principalmente a la amortización de los gastos de emisión (B/. 18.6 miles) y el pago de la licencia comercial (B/. 18.6 miles). Por su parte, los gastos financieros totalizan B/. 1.4 millones y hacen referencia a los gastos por intereses del programa de bonos, que no han presentado variaciones significativas por depender del monto emitido y la tasa de interés. Por último, no se registra impuesto sobre la renta, de forma que se obtiene una utilidad neta de B/. 299.0 miles, ligeramente por debajo de la registrada a junio 2022 de B/. 300.5 miles. Debido a que Inversiones Leina, S.A. sirve únicamente como vehículo financiero, se espera que sus ingresos se mantengan estables con un excedente para generar utilidad de forma sostenida, la cual ha servido, en parte, para la distribución de dividendos a sus accionistas. Se espera que continúe otorgando facilidades de crédito a las compañías relacionadas.

**EVOLUCIÓN RESULTADOS FINANCIEROS INVERSIONES LEINA, S.A.**




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

## 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 serán 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:** | 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:<br>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.<br>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.<br>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.<br>El monto de cada una de las Series que formará 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). |
| **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:** | 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. |
| **Periodicidad pago de intereses:** | 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.<br>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 Período 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 dos (2) días hábiles antes de la Fecha de Oferta de la(s) Serie(s) a ser ofrecida(s). |
| **Redención anticipada:** | 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.<br><br>Con relación a las **Series Subordinadas**: El Emisor podrá redimir anticipadamente los Bonos de las Series Subordinadas, parcial 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.<br><br>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 |

| | |
|---|---|
| | 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. |
| **Garantías y respaldo:** | Los Bonos están respaldados por el crédito general del Emisor:<br><br>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.<br><br>El Emisor contará con un período de 90 días a partir de le 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.<br><br>**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.<br><br>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.<br><br>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, con 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 A Senior | 7 años | $22,000,000 |
| Bonos Corporativos | 14/06/2021 | Serie B Subordinada | 20 años | $17,000,000 |
| Bonos Corporativos | 30/11/2021 | Serie C Senior | 6 años, 10 meses | $1,231,000 |
| Bonos Corporativos | 10/12/2021 | Serie D Senior | 6 años, 10 meses | $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).

A la fecha de análisis las condiciones de las series emitidas son las siguientes:
La serie B al ser una serie subordinada el pago total de capital se hará al vencimiento de la serie, mientras que las serie A, C, y D los intereses de los bonos se pagaran trimestralmente, los días 31 de marzo, 30 de junio, 30 de septiembre y 31 de diciembre cada año hasta su fecha de vencimiento o redención anticipada. De modo que el pago de capital este sujeto a un periodo de gracia durante los primeros cuatro años contados a partir de la fecha de emisión y después habrá 5 abonos semestrales consecutivos, los días 31 de marzo y 30 de septiembre de cada año y un último pago por el monto requerido para cancelar el saldo insoluto a capital de las series, de acuerdo con el siguiente cronograma de pago:

| Tabla amortizaciones pago de capital (%) | | | |
|---|---|---|---|
| **Fechas de pago** | **Serie A** | **Serie C** | **Serie D** |
| 31/03/2026 | 5.0% | 5.0% | 5.0% |
| 30/09/2026 | 5.0% | 5.0% | 5.0% |
| 31/03/2027 | 5.0% | 5.0% | 5.0% |
| 30/09/2027 | 5.0% | 5.0% | 5.0% |
| 31/03/2028 | 5.0% | 5.0% | 5.0% |
| 30/09/2028 | 75.0% | 75.0% | 75.0% |

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

Las tasas de interés de las series se detallan a continuación:

| Tasas de interés de las series emitidas | |
|---|---|
| **Serie** | **Tasa de interés** |
| Serie A | 5.00% |
| Serie B (subordinada) | 9.00% |
| Serie C | 4.75% |
| Serie D | 4.75% |

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

**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 deberá ser equivalente al 80% del valor de avalúo de los Bienes Inmuebles a liberar. Adicionalmente, se ceden en garantía los cánones de arrendamiento mensual de los bienes inmuebles otorgados en garantía, a la fecha de análisis por un monto de $. 321.0 miles.

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 las Series Senior emitidas por un monto de B/. 23.8 millones, se han otorgado en garantía fincas por valor estimado actual de B/. 65.6 millones, una cobertura de las garantías de 275%, superando el mínimo requerido de 200%. Los montos de las fincas se detallan a continuación:

| Compañía | No. De finca | Monto | % Cobertura emisión |
|---|---|---|---|
| Danel Internacional, S.A. | 71047-8720 | $ 4,632,357 | 91.4% |
| | 65723-8720 | $ 4,279,411 | |
| | 65724-8720 | $ 4,279,411 | |
| | 65725-8720 | $ 4,279,411 | |
| | 65726-8720 | $ 4,279,411 | |
| Danavi, S.A. | 382968-8001 | $ 4,306,456 | 90.4% |
| | 383181-8001 | $ 17,193,544 | |
| Daliv, S.A. | 99064-8A06 | $ 7,054,154 | 94.0% |
| | 99151-8A06 | $ 13,184 | |
| | 99209-8A06 | $ 7,110,591 | |
| | 99384-8A06 | $ 8,172,071 | |
| | **Total** | **$ 65,600,000** | **275.8%** |

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

**Proyecciones Financieras**

Inversiones Leina, S.A. realizó un estado de resultados proyectado del consolidado de inmobiliarias para un período de 10 años, en los que se estima que los ingresos procederán por arrendamientos de los locales comerciales a sus compañías relacionadas.

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., Dicasi, S.A., e Inmobiliaria Mam, S.A.

De acuerdo con las proyecciones, se observa que no poseen grandes fluctuaciones en los ingresos durante los periodos proyectados, debido a que ya se tienen contratos de arrendamiento por varios años. Las proyecciones indican ingresos por B/. 10.6 millones hasta el 2024, con un ligero incremento posterior que se debe a que se espera un ligero ajuste en los ingresos de Sovera, S.A. y Eldan, S.A. Al primer semestre de 2023, se presentan ingresos reales por B/. 5.5 millones, un 4.6% superior a lo esperado para el primer semestre, por lo que se considera que podrán cumplir con sus proyecciones de ingresos al finalizar el periodo.

Respecto a sus gastos generales y administrativos, se espera que el total de gastos administrativos de las relacionadas alcance un monto de B/. 690 miles, con un ligero aumento posterior al 2024 proporcional al incremento en los ingresos. Los gastos al primer semestre se registran por B/. 327.0 miles, un 5.2% por debajo de los proyectados.

Con relación al EBITDA, este es el resultado de la diferencia entre los ingresos totales y los gastos administrativos y generales. Se proyecta de B/. 9.9 millones para el 2023 con un incremento posterior en línea con la variación en ingresos. Al primer semestre, este se ubica en B/. 5.2 millones, lo que representa un 5.3% más al proyectado, por lo que se espera que alcancen el monto proyectado a fin de año.

Respecto a los gastos financieros proyectados, estos se comportan de manera estable por lo que no se proyectan más emisiones. En la evaluación del EBITDA sobre los gastos financieros, Inversiones Leina, S.A. proyecta mantener una cobertura superior a uno (1) para todos los años, con un promedio de 2.96 veces. Esto demuestra la capacidad de generar beneficios de la operación con ingresos estables que le permitirán hacer frente a los gastos financieros.

La estabilización en la generación de ingresos al provenir de arrendamientos con contratos permite una mayor predictibilidad en las proyecciones, por lo que dependerá de una adecuada gestión de sus gastos operativos para generar resultados de operación que le permitan saldar la deuda del programa de bonos en los términos y plazos pactados.

**ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO INMOBILIARIAS RELACIONADAS**

| Miles de Balboas | 1S/2023 R | 1S/2023 P | 2023 P | 2024 P | 2025 P | 2026 P | 2027 P | 2028 P | 2029 P | 2030 P | 2031 P |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Ingreso por arrendamiento** | **5,543** | **5,301** | **10,601** | **10,898** | **10,898** | **10,898** | **10,898** | **10,898** | **10,898** | **10,898** | **10,898** |
| Gastos generales | (327) | (345) | (690) | (711) | (711) | (711) | (711) | (711) | (711) | (711) | (711) |
| **EBITDA** | **5,216** | **4,956** | **9,911** | **10,187** | **10,187** | **10,187** | **10,187** | **10,187** | **10,187** | **10,187** | **10,187** |
| *Depreciación fiscal* | | (608) | (1,215) | (1,215) | (1,215) | (1,215) | (1,215) | (1,215) | (1,215) | (1,215) | (1,215) |
| *Gastos financieros* | (1,713) | (1,714) | (3,427) | (3,427) | (3,427) | (3,427) | (3,427) | (3,427) | (3,427) | (3,427) | (3,427) |
| Impuesto sobre la renta | (876) | (659) | (1,317) | (1,386) | (1,386) | (1,386) | (1,386) | (1,386) | (1,386) | (1,386) | (1,386) |
| **Ganancia (pérdida) neta** | **2,627** | **1,976** | **3,952** | **4,159** | **4,159** | **4,159** | **4,159** | **4,159** | **4,159** | **4,159** | **4,159** |
| **Cobertura (EBITDA / Gastos Financieros)** | **3.04** | **2.89** | **2.89** | **2.97** | **2.97** | **2.97** | **2.97** | **2.97** | **2.97** | **2.97** | **2.97** |
| **Margen neto** | **47%** | **37%** | **37%** | **38%** | **38%** | **38%** | **38%** | **38%** | **38%** | **38%** | **38%** |

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

Por su parte, al evaluar la cobertura del EBITDA sobre el servicio de deuda, esta se mantiene por encima de uno (1) hasta el año 2028 en que se realizará la mayor parte de la amortización de la deuda de bonos corporativos presentando una cobertura ajustada de 0.45 veces. Por lo que dependerá del flujo que puedan acumular hasta esa fecha con la generación de resultados para cumplir con esta obligación.

| Miles de US$ | 1S/2023 R | 1S/2023 P | 2023 P | 2024 P | 2025 P | 2026 P | 2027 P | 2028 P | 2029 P | 2030 P | 2031 P |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **EBITDA** | **5,216** | **4,956** | **9,911** | **10,187** | **10,187** | **10,187** | **10,187** | **10,187** | **10,187** | **10,187** | **10,187** |
| *Gastos financieros* | (1,713) | (1,714) | (3,427) | (3,427) | (3,427) | (3,427) | (3,427) | (3,427) | (3,427) | (3,427) | (3,427) |
| *Amortización bonos corporativos* | - | - | - | - | - | (2,379) | (2,379) | (19,029) | - | - | - |
| *Amortización bonos subordinados* | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| *Servicio de deuda* | (1,713) | (1,714) | (3,427) | (3,427) | (3,427) | (5,806) | (5,806) | (22,456) | (3,427) | (3,427) | (3,427) |
| **Cobertura EBITDA/Servicio de deuda** | **3.04** | **2.89** | **2.89** | **2.97** | **2.97** | **1.75** | **1.75** | **0.45** | **2.97** | **2.97** | **2.97** |

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

**Análisis de sensibilidad de flujos proyectados**

***Escenario: Decremento en los ingresos por arrendamientos y aumento en los gastos generales y administrativos***

Al periodo de análisis se realizó un análisis de sensibilidad tomando como base dos variables, los ingresos por arrendamientos consolidados proyectados de las inmobiliarias relacionadas y los gastos generales y administrativos. Se Arial estresaron dichas variables para observar el comportamiento del EBITDA y la cobertura sobre los gastos financieros. Se observó que la cobertura sobre gastos financieros es más sensible a las variaciones en los ingresos que a las variaciones en gastos generales y administrativos, debido a que son significativamente menores en proporción a los ingresos.

Uno de los escenarios evaluados fue un aumento de los gastos en 10% y una disminución de los ingresos en 60% dando como resultado una cobertura de EBITDA sobre gastos financieros ajustada de 1.0 veces. En este caso, se considera poco probable llegar a una situación similar considerando los contratos por arrendamientos que se tienen a largo plazo y las características del cliente principal, así como su posición en la economía panameña. Adicionalmente, los ingresos se han estabilizado conforme la operación de los locales se normaliza, por lo que se considera que es un escenario poco probable, con margen adecuado ante posibles variaciones. Por otra parte, los gastos podrían presentar mayores variaciones, sin embargo, por tratarse de un monto proporcionalmente bajo en comparación a los ingresos, tendría que ser una variación muy significativa en niveles que nunca se han observado para tener un impacto real en la cobertura sobre gastos financieros.

| Miles de Balboas | 2023 P | 2024 P | 2025 P | 2026 P | 2027 P | 2028 P | 2029 P | 2030 P | 2031 P |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Ingreso por arrendamiento** | **4,240** | **4,240** | **4,240** | **4,240** | **4,240** | **4,240** | **4,240** | **4,240** | **4,240** |
| Gastos generales | (759) | (759) | (759) | (759) | (759) | (759) | (759) | (759) | (759) |
| **EBITDA** | **3,481** | **3,481** | **3,481** | **3,481** | **3,481** | **3,481** | **3,481** | **3,481** | **3,481** |
| *Depreciación fiscal* | (1,215) | (1,215) | (1,215) | (1,215) | (1,215) | (1,215) | (1,215) | (1,215) | (1,215) |
| *Gastos financieros* | (3,427) | (3,427) | (3,427) | (3,427) | (3,427) | (3,427) | (3,427) | (3,427) | (3,427) |
| Impuesto sobre la renta | (1,317) | (1,386) | (1,386) | (1,386) | (1,386) | (1,386) | (1,386) | (1,386) | (1,386) |
| **Ganancia (pérdida) neta** | **(2,478)** | **(2,547)** | **(2,547)** | **(2,547)** | **(2,547)** | **(2,547)** | **(2,547)** | **(2,547)** | **(2,547)** |
| **Cobertura (EBITDA / Gastos Financieros)** | **1.02** | **1.02** | **1.02** | **1.02** | **1.02** | **1.02** | **1.02** | **1.02** | **1.02** |
| **Margen neto** | **-58%** | **-60%** | **-60%** | **-60%** | **-60%** | **-60%** | **-60%** | **-60%** | **-60%** |

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

## Anexos

**BALANCE GENERAL INVERSIONES LEINA, S.A.**

| Cifras en miles de Balboas | dic-21 | dic-22 | jun-22 | jun-23 |
|---|---|---|---|---|
| **ACTIVOS** | | | | |
| **Activos corrientes:** | | | | |
| Efectivo y equivalentes | 367 | 1,629 | 650 | 335 |
| Cuentas por cobrar | 10 | 10 | 10 | 10 |
| Pagos anticipados | - | - | 198 | 206 |
| **Total de activos corrientes** | **377** | **1,639** | **859** | **551** |
| **Activos no corrientes:** | | | | |
| Préstamos por cobrar | 40,786 | 40,786 | 40,786 | 40,786 |
| **Total de activos no corrientes** | **40,786** | **40,786** | **40,786** | **40,786** |
| **Total de activos** | **41,163** | **42,425** | **41,644** | **41,337** |
| **PASIVOS** | | | | |
| **Pasivos corrientes:** | | | | |
| Cuentas por pagar compañía relacionada | 25 | - | - | - |
| Gastos acumulados y otras cuentas por pagar | 66 | 60 | 60 | 59 |
| Impuesto sobre la renta por pagar | - | 134 | - | - |
| Intereses acumulados por pagar | - | 694 | - | - |
| **Total de pasivos corrientes** | **90** | **887** | **60** | **59** |
| **Pasivos no corrientes** | | | | |
| Bonos por pagar | 40,786 | 40,786 | 40,786 | 40,786 |
| Costos por emisión | (214) | (177) | - | - |
| **Total de pasivos no corrientes** | **40,572** | **40,609** | **40,786** | **40,786** |
| **Total de pasivos** | **40,663** | **41,497** | **40,846** | **40,845** |
| **PATRIMONIO** | | | | |
| Acciones de capital | 10 | 10 | 10 | 10 |
| Ganancias retenidas | 490 | 919 | 789 | 481 |
| Impuesto complementario | - | (1) | (1) | - |
| **Total de patrimonio** | **500** | **928** | **798** | **491** |

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

**ESTADO DE RESULTADOS INVERSIONES LEINA, S.A.**

| Cifras en miles de Balboas | dic-21 | dic-22 | jun-22 | jun-23 |
|---|---|---|---|---|
| **Ingresos** | | | | |
| Intereses ganados | 816 | 3,427 | 1,713 | 1,713 |
| Otros | - | - | - | - |
| **Total Ingresos** | **816** | **3,427** | **1,713** | **1,713** |
| **Gastos** | **-** | - | - | - |
| Gastos generales y administrativos | (94) | (64) | (48) | (48) |
| Amortización gastos de emisión | (9) | (37) | - | - |
| Gastos financieros | (213) | (2,754) | (1,366) | (1,365) |
| **Total gastos** | **(317)** | **(2,855)** | **(1,414)** | **(1,413)** |
| **Utilidad antes de impuesto sobre la renta** | **499** | **571** | **299** | **301** |
| Impuesto sobre la renta | (9) | (143) | - | - |
| **Utilidad (pérdida) neta** | **490** | **429** | **299** | **301** |

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

**BALANCE GENERAL INMOBILIARIAS CONSOLIDADO**

| Cifras en miles de Balboas | dic-19 | dic-20 | dic-21 | dic-22 | jun-22 | jun-23 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **ACTIVOS** | | | | | | |
| **Activos corrientes:** | | | | | | |
| Efectivo | 77 | 1,497 | 1,658 | 6,841 | 1,018 | 228 |
| Cuentas por cobrar, neto | 392 | 1,778 | 716 | 598 | 714 | 670 |
| Pagos anticipados | 285 | 283 | 412 | 482 | 442 | 492 |
| **Total de activos corrientes** | **754** | **3,558** | **2,786** | **7,921** | **2,173** | **1,390** |
| **Activos no corrientes:** | | | | | | |
| Mobiliarios, maquinarias y equipos, neto | 1,059 | 956 | 3,060 | 2,573 | 2,611 | 2,456 |
| Propiedades de inversión | 94,404 | 93,740 | 116,603 | 116,792 | 116,603 | 116,792 |
| Cuentas por cobrar compañías relacionadas | 14,242 | 5,447 | 5,089 | 4,359 | 7,909 | 12,664 |
| Depósitos en garantía | - | 1 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| **Total de activos no corrientes** | **109,705** | **100,143** | **124,754** | **123,727** | **127,126** | **131,915** |
| **Total de activos** | **110,458** | **103,701** | **127,541** | **131,648** | **129,299** | **133,306** |
| **PASIVOS** | | | | | | |
| **Pasivos corrientes:** | | | | | | |
| Cuentas por pagar, accionistas | 110 | 110 | 5,524 | 5,524 | 5,524 | 5,525 |
| Cuentas por pagar, compañías relacionadas | 200 | 200 | 4,985 | 3,200 | 4,100 | 2,815 |
| Gastos acumulados y otras cuentas por pagar | 37 | 209 | 291 | 193 | 248 | 1,042 |
| **Total de pasivos corrientes** | **347** | **519** | **10,800** | **8,918** | **9,872** | **9,382** |
| **Pasivos no corrientes:** | | | | | | |
| Cuentas por pagar, compañías subsidiarias | 41,591 | - | - | - | - | - |
| Impuesto diferido por pagar | 2,588 | 2,606 | 2,192 | 2,192 | 2,192 | 2,192 |
| Préstamos por pagar | - | 34,217 | 40,786 | 40,786 | 40,786 | 40,786 |
| **Total de pasivos no corrientes** | **44,178** | **36,823** | **42,977** | **42,977** | **42,977** | **42,977** |
| **Total de pasivos** | **44,525** | **37,341** | **53,778** | **51,895** | **52,849** | **52,359** |
| **PATRIMONIO** | | | | | | |
| Acciones de capital | 40 | 40 | 55 | 55 | 55 | 55 |
| Ganancias (Pérdidas) retenidas | 66,021 | 66,467 | 73,872 | 79,883 | 76,584 | 81,230 |
| Impuesto complementario | (127) | (147) | (164) | (185) | (189) | (339) |
| **Total de patrimonio** | **65,934** | **66,359** | **73,763** | **79,753** | **76,450** | **80,947** |

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

**ESTADO DE RESULTADOS INMOBILIARIAS CONSOLIDADO**

| Cifras en miles de Balboas | dic-19 | dic-20 | dic-21 | dic-22 | jun-22 | jun-23 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **Ingresos:** | | | | | | |
| Alquileres | 5,307 | 4,962 | 5,365 | 10,900 | 5,348 | 5,543 |
| Otros | 15 | - | - | - | - | - |
| **Total de ingresos** | 5,322 | 4,962 | 5,365 | 10,900 | 5,348 | 5,543 |
| Depreciación de propiedad de inversión | - | - | - | - | - | - |
| Gastos generales y administrativos | (524) | (449) | (759) | (662) | (321) | (327) |
| **Total de gastos** | (524) | (449) | (759) | (662) | (321) | (327) |
| Pérdida realizada en propiedad de inversión | - | - | - | - | - | - |
| Gastos financieros | (3,441) | (3,387) | (3,431) | (3,427) | (1,713) | (1,713) |
| **Utilidad (pérdida) neta** | 1,357 | 1,126 | 1,174 | 6,811 | 3,313 | 3,503 |
| Impuesto sobre la renta | (168) | - | - | - | - | (876) |
| Impuesto sobre la renta diferido | (576) | - | - | - | - | - |
| **Utilidad neta** | 613 | 1,126 | 1,174 | 6,811 | 3,313 | 2,627 |

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