KADIMA HOLDINGS, S.A.

Comité No. 40/2021	
Informe con EEFF Auditados al 31 de diciembre de 2020	**Fecha de comité: 07 de mayo de 2021**
Periodicidad de actualización: Semestral	Sector Inmobiliario / Panamá

Equipo de Análisis		
Karla Molina kmolina@ratingspcr.com	Donato Rivas drivas@ratingspcr.com	(502) 6635-2166

HISTORIAL DE CALIFICACIONES				
Fecha de información	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20
Fecha de comité	04/10/2018	12/12/2019	18/09/2020	07/05/2021
Programa Rotativo de Bonos Corporativos	PAA-	PAA-	PAA-	PAA-
Perspectivas	Estable	Estable	Negativa	Negativa

Significado de la Calificación

Categoría A: Emisores 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. A las categorías descritas se pueden asignar los signos "+" ó "- "para indicar su posición relativa dentro de la respectiva categoría.*

"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. Las calificaciones de PCR constituyen una opinión sobre la calidad crediticia de una entidad financiera y no son recomendaciones de compra y/o venta de instrumentos que esta emita".

Racionalidad

La calificación de Kadima Holdings, S.A. se fundamenta en el decremento de ingresos por alquileres exhibidos por parte de sus empresas relacionadas, así como una escalonada disminución de utilidades afectado por la pandemia; aunado a la adecuada cobertura proyectada de la emisión y un apropiado respaldo de las garantías para el cumplimiento de sus obligaciones. Así mismo, se considera el crecimiento, experiencia y respaldo del grupo en el sector inmobiliario.

Perspectiva

Negativa

Resumen Ejecutivo

Decremento en los ingresos consolidados por alquiler generados por las Inmobiliarias Relacionadas. La principal fuente de repago del Programa Rotativo de Bonos Corporativos proviene de los ingresos que reciben las Inmobiliarias en concepto de arrendamiento de oficinas y locales comerciales. Al 31 de diciembre de 2020, los ingresos consolidados de las empresas relacionadas a Kadima Holdings, S.A. totalizaron B/. 3.4 millones, evidenciando un decrecimiento interanual de B/. 2.1 millones (-39%) consecuencia de un decremento en ingresos por alquileres en las relacionadas, principalmente en Inmobiliaria Fuji, S.A. en los meses de julio y septiembre, derivado del impacto económico por la pandemia; seguido de otros ingresos que también presentaron un decremento interanual de B/. 47 miles (-96.1%) seguido de una pequeña proporción a ingresos por mantenimiento que totalizó B/.187 miles mayor interanualmente (+1.6%). Por su parte las devoluciones y descuentos totalizaron B/. 683.2 miles, mayor interanualmente por un monto de B/. 271.3 miles.

Adecuada cobertura de los flujos proyectados sobre la amortización de la emisión. Según las proyecciones de Kadima Holdings, S.A. se observó una holgada cobertura del flujo de efectivo sobre gastos financieros de 4.6 veces en promedio durante los 4 años de proyecciones financieras, derivado principalmente de los ingresos de arrendamiento de oficinas y locales comerciales de sus empresas relacionadas. Asimismo, la cobertura sobre el servicio de deuda se ubicó en 2.1 veces en promedio a lo largo de las proyecciones realizadas por el Emisor. Sin embargo, comparado con la cobertura del flujo disponible para el servicio de la deuda, sobre gastos financieros y de servicio de la deuda real fue de 0.1 veces para 2020.

Adecuadas garantías de la emisión Senior. El Emisor garantiza las obligaciones derivadas de los Bonos Corporativos mediante la constitución de un Fideicomiso de Garantía, el cual tiene como finalidad garantizar y facilitar el pago total de las sumas adeudadas o que se lleguen a adeudar por virtud de los bonos de las series garantizadas de la emisión. El cumplimiento de las obligaciones derivadas de los Bonos Corporativos, estarán garantizadas mediante primera hipoteca y anticresis constituida por la Fideicomitente sobre Fincas propiedad de las Inmobiliarias en favor de El Fiduciario. Es importante resaltar que el valor total de los inmuebles tiene un valor de mercado según avalúo de B/. 63.2 millones, lo que representa el 70.3 % de la emisión (B/.90 millones), que a la fecha de análisis la emisión de bonos totalizaba B/. 38.4 millones.

Experiencia del Emisor en el mercado inmobiliario. El Emisor, Kadima Holdings, S.A., es una empresa recientemente creada que inició operaciones en octubre 2017. La Holding, es una empresa tenedora de acciones que se dedica, entre otras cosas, a extenderle facilidades de crédito a sus empresas relacionadas. Estas, a su vez, se dedican al arrendamiento de oficinas y locales comerciales, por ende, el éxito de las operaciones del Emisor depende directamente de la demanda existente para el arrendamiento y/o compra de productos o servicios similares.

Perdidas en las utilidades netas de las empresas relacionadas. Las utilidades netas consolidadas al 31 de diciembre de 2020 fueron de B/. 1.5 millones, mostrando un decremento interanual importante de (B/. 3.7 millones); esto como consecuencia de menores ingresos por B/. 2.1 millones (-39.0%) aunado al aumento de los gastos totales en B/. 833 miles (+15.2 %). El resultado negativo en las utilidades es consecuencia de la sumatoria de Pérdidas Netas en todas las empresas relacionadas siendo la que mayores pérdidas presentó fue Village Office con B/.537 miles, seguido de Inmobiliaria Fuji con B/. 521 miles, Inversiones la Clave con B/. 248.8, Inmobiliaria DDJ con B/.92.9 miles, Ribbon Assets con B/. 82.4 miles, Galería Castilla con B/.61.2 miles y por último Park Shop con B/. 44.0 miles. Por su parte Mega Bodegas reportó utilidades totalizando B/.16.8 miles.

Sector Inmobiliario. El sector presentó una reducción interanual de 51.9%, posicionándose en B/. 5.8 millones en comparación a lo registrado a 2019 (B/.11.9 millones), el comportamiento de este sector es el resultado de las medidas sanitarias establecidas desde el inicio de la pandemia, repercutiendo en el cierre de las obras de construcción a nivel nacional al decretarse cuarentena total. Sin embargo, en el mediano y largo plazo, se espera que el sector inmobiliario se convierta en una zona policéntrica con varios focos de desarrollo en obras de construcción también en zonas aledañas de la ciudad presentando al sector nuevas oportunidades de crecimiento. En conclusión, se prevé que el impacto que tuvo en el sector inmobiliario se vea recuperado con la reactivación de la economía por medio del proceso de vacunación.

Metodología Utilizada

La opinión contenida en el informe se ha basado en la aplicación de la Metodología para Clasificación de Instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo, acciones preferentes y emisores (Panamá) aprobada en Comité de Metodología el 09 de noviembre de 2017 y la Metodología de calificación de riesgo para empresas holding (Panamá) aprobada en Comité de Metodología el 09 de febrero de 2019.

Información Utilizada para la Clasificación

- Perfil de la Holding y de las Inmobiliarias Relacionadas: Historia, Gobierno Corporativo y Estructura organizacional de Kadima Holdings, S.A. y de las Inmobiliarias Relacionadas.
- Información financiera: Estados Financieros Auditados al 31 de diciembre de 2020 de Kadima Holdings, S.A., y de las inmobiliarias relacionadas a la Holding.
- Riesgo Crediticio: Avalúo de los activos inmobiliarios entregados en Garantía.
- Riesgo de Liquidez y Solvencia: Proyecciones financieras de la emisión y de las inmobiliarias relacionadas a la Holding, Suplementos de las series.

Limitaciones a la Calificación

PCR ratings se limita a cambiar la calificación del Programa Rotativo de Bonos Corporativos si Kadima Holdings, S.A. aumenta el total de la emisión de las series Subordinadas en una proporción mayor de la tercera parte del total de las series Senior. El impacto económico derivado de la pandemia afectó los flujos de ingresos derivado del cese de operaciones y las restricciones sanitarias que se mantuvieron durante el periodo analizado.

Contexto Económico

Para el año 2021, se espera que la economía mundial se expanda en un 4%, con la expectativa que las vacunas contra el COVID-19 se amplíe a lo largo del año, facilitando la reactivación económica, con una recuperación de forma moderada. Aunque la economía mundial está creciendo de nuevo tras una contracción del 4.3% en 2020, como consecuencia de las medidas de cuarentena y cese de operaciones para frenar la propagación del virus, según el informe de perspectivas económicas mundiales que publica el Banco Mundial. En un escenario negativo, en el que los contagios sigan aumentando y se retrase la distribución de las vacunas, la expansión mundial podría limitarse al 1.6% en 2021. Por otra parte, en un escenario optimista, con un control exitoso de la pandemia y un proceso de vacunación más rápido, el crecimiento mundial podría acelerarse hasta casi el 5%.

Para la región de América Latina y el Caribe, según el FMI, se calcula que la economía se contrajo un 6.9% en el 2020 y se espera que en el 2021 crezca en un 3.7% a medida que se flexibilicen las iniciativas para mitigar la pandemia. Si llegara a perjudicar algún elemento de la pandemia, el efecto económico sería un crecimiento aún menor del 1.9% en la región. En América Central, se espera una recuperación del crecimiento, al 3.6 %, este año, con el respaldo de un mayor ingreso de remesas y una demanda de exportación más sólida, así como la reconstrucción después de dos huracanes. En el Caribe, se prevé un repunte del crecimiento, al 4.5 %, impulsado por una recuperación parcial del turismo.
El índice mensual de actividad económica (IMAE) de Panamá registro una contracción interanual de 16.96% en octubre de 2020, Asimismo, el acumulado de enero a octubre de 2020 se ubicó en negativo 18.15% según datos del Consejo Monetario Centroamericano. Este índice se contrajo considerablemente, debido a los efectos de la emergencia sanitaria por la pandemia del COVID-19. Entre las categorías económicas que se vieron mayormente afectados fueron: hoteles y restaurantes, construcción, otras actividades comunitarias, sociales y personales de servicios, comercios, industrias manufactureras, entre otros. Y en menor incidencia se encuentran transporte, almacenamiento y comunicaciones, la

intermediación financiera, las actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler, la electricidad y agua.

La economía de Panamá acumuló una caída del 20.4 % entre enero y septiembre del año 2020, con relación al mismo lapso de 2019, por la parálisis de los principales sectores de empleo a causa de la pandemia, que también afectó la fundamental inversión extranjera directa. El Instituto Nacional de Estadística y Censo (INEC) difundió el resultado del tercer trimestre de 2020, cuando el PIB se contrajo un 23.6 %, lo que dejó en -20.4 % del Producto Interno Bruto (PIB) el resultado de los primeros nueve meses del año 2020. Uno de los sectores más importantes para el PIB en Panamá es el de la construcción, que en el tercer trimestre del 2020 descendió 70.5%, por la paralización de los proyectos privados, dada la continuidad de la cuarentena decretada por el Gobierno que obligó al cierre de las obras de construcción y no fue hasta septiembre que se dio el levantamiento de esta restricción, para este sector. La actividad en el período enero a septiembre mostró una caída de 52.9%. Según el Consejo Monetario Centroamericano, el Índice de Precios al Consumidor (IPC) de Panamá registró una variación de negativo 2% en agosto de 2020 al compararlo con el mismo mes del año 2019 (inflación interanual). Los grupos que mostraron aumentos fueron: Transporte, Bebidas alcohólicas, tabaco, Salud, Alimentos, bebidas no alcohólicas, vivienda, agua, electricidad y gas. cabe mencionar que Panamá tuvo cuarentena total en el año 2020 alrededor de 6 meses, iniciando en marzo y finalizando en septiembre.

Una de las estrategias del gobierno de la República de Panamá, para atraer las inversiones económicas extranjeras, promulgo una ley con la cual establece el régimen especial para el establecimiento y operación de empresas multinacionales que prestan servicios de manufactura el régimen EMMA. Este régimen busca promover la inversión extranjera, crear nuevas oportunidades laborales tanto locales como para extranjeros y contribuir a la transferencia de conocimiento de Panamá. Según el Banco Mundial, Panamá se ubica como el país de Centroamérica con el mejor crecimiento para este año 2021. Se prevé que para el presente año alcance un producto interno bruto de 5.1%. y según el Fondo Monetario Internacional, se proyecta que la economía panameña va a recuperar la senda de crecimiento con una expansión del 4% para el presente año estableciendo que Panamá es uno de los países con la mejor percepción de riesgo en América Latina. Se prevé una leve recuperación para 2021 impulsada por una mejora de los flujos comerciales, la recuperación de los sectores del transporte, la logística y otros sectores asociados al canal, así como repuntes en los sectores de la minería y la construcción, junto a mejoras del consumo interno y las inversiones.

Contexto Sector

Al cuarto trimestre de 2020, según datos publicados por el Instituto Nacional de Estadística y Censo de Panamá (INEC), el sector de construcción presentó una reducción interanual de 51.9%,posicionándose en B/.5.8 millones en comparación a lo registrado a septiembre de 2019 (B/.11.9 millones), el comportamiento de este sector es el resultado de las medidas sanitarias establecidas desde el inicio de la pandemia, que estableció el cierre de las obras de construcción a nivel nacional al decretarse cuarentena total, medidas que para este sector se levantaron en el mes de septiembre. El desempeño de la actividad se vio fuertemente afectada tanto en obras públicas como privadas

Las actividades comerciales en el año registraron un comportamiento negativo de 19.4%, debido a la pandemia del coronavirus que impactó la economía nacional y a cada uno de los componentes de esta categoría. En el periodo las autoridades sanitarias establecieron medidas de cuarentena total y restricciones de movilidad, con el principal motivo de salvaguardar las vidas de los panameños; esto provocó el cierre de negocios mayoristas y minoristas por lo que sus volúmenes de ventas se vieron afectados. Este comportamiento fue frenado por el impacto positivo en los establecimientos dedicados a las ventas de productos alimenticios, farmacéuticos, limpieza y aseo dado el aporte y ayuda proporcionada a los hogares, a través del programa Panamá Solidario y a la compra de insumos por parte del Gobierno para hacer frente a la situación sanitaria.

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 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. Es por ello por lo que la Cámara de Comercio, Industrias y Agricultura de Panamá (CCIAP) ha propuesto que se permita que las obras privadas, cuyo avance sea del 80%, se reactiven, esto será un estímulo para el proceso de reapertura de actividades económicas.

Análisis Cualitativo de Kadima Holdings, S.A.

Reseña

Kadima Holdings, S.A. ("El Emisor") inició operaciones en octubre 2017 y es una sociedad anónima organizada de acuerdo con las leyes de la República de Panamá, mediante Escritura Pública No.10,532 del 13 de julio de 2017, la cual se encuentra inscrita al Folio No.155652397 de la sección de micropelículas del Registro Público de la República de Panamá.

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

Actualmente, la Holding ha obtenido una Emisión Pública de Bonos Corporativos, debidamente autorizado por la Bolsa de Valores de Panamá, S.A., mediante la resolución SMV-472-18 del 16 de octubre de 2018, bajo un Programa Rotativo en el cual el capital de los Bonos Corporativos emitidos y en circulación no podrá exceder los B/. 90 millones en ningún momento. Los Bonos Corporativos serán emitidos de manera rotativa en tantas series como determine el Emisor, cuyo monto, plazo, tasa de interés y vencimiento, serán determinados según sus necesidades y la demanda del mercado en la fecha de oferta de cada serie. Los mismos serán comunicados a la Superintendencia del Mercado de Valores y a la Bolsa de Valores de Panamá mediante un suplemento al prospecto informativo que será presentado por lo menos tres (3) días hábiles antes de la fecha de oferta de la serie correspondiente y de su respectiva negociación en la Bolsa de Valores de Panamá.

Los Bonos Corporativos serán emitidos de forma nominativa y en denominaciones de B/. 1,000 y sus múltiplos. El Programa Rotativo de los Bonos Corporativos tendrá un plazo de vigencia que no excederá 10 años. La tasa de interés anual de las series podrá ser fija o variable a opción del emisor. Para cada serie los intereses serán pagaderos trimestralmente, los días 15 de cada mes. Los fondos recaudados por la emisión serán utilizados principalmente para otorgar facilidades crediticias a empresas afiliadas del emisor, las cuales no consolidan en el emisor, por no ser subordinadas del mismo.

Gobierno Corporativo

Kadima Holdings, S.A. cuenta con un capital en acciones de B/. 10 mil, en cual se encuentra compuesto por 500 acciones comunes emitidas y en circulación. El accionista mayoritario es Jimmy Yohoros con una participación accionaria del 48.2 %. Los accionistas cuentan con una amplia experiencia en el desarrollo de proyectos inmobiliarios, residenciales, comerciales y de construcción. La composición accionaria al 31 de diciembre de 2018 es la siguiente:

COMPOSICIÓN ACCIONARIA	
Accionista	**Participación**
Jimmy Raymond Yohoros Abadi	48.20 %
Morris Ezra Hefeitz Sasson	23.40 %
Hernán Posada	9.60 %
Diego Herrera Dutari	9.40 %
Eric Daizen Endara Saiga	9.40 %
Total	**100.00 %**

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

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

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

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

Salvo que la Junta Directiva disponga otra cosa, el Presidente tendrá la representación legal de la sociedad; en caso de ausencia, la ostentará en su orden el Vicepresidente, el Tesorero o el Secretario.

Organigrama

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

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

Empresas Relacionadas

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

Ribbon Assets, S.A. Fue constituida en la República de Panamá el 18 de agosto de 2008 e inició operaciones en enero de 2010. La empresa se dedica principalmente a la promoción, venta y administración de bienes inmuebles propios. A su vez, desarrolla proyectos inmobiliarios, ya sea para la venta o alquiler y cualquier otra actividad asociada. Actualmente la empresa cuenta con las siguientes propiedades comerciales:

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

Village Offices, S.A. Fue constituida en la República de Panamá el 08 de febrero de 2010 e inició operaciones en marzo 2017. La empresa se dedica principalmente al alquiler de locales, servicios de administración, asesoría y/o consultoría de negocios. A continuación, se detallan los locales comerciales que maneja la empresa:

- **Locales No. F-01 y F-02, P.H. Santiago Mall.** Cuentan con una superficie de 100,000 m2 y se encuentran ubicados en el P.H. Santiago Mall situado a 3.5 kilómetros del centro de la ciudad de Santiago, específicamente del Parque Juan Demóstenes Arosemen.
- **Local No. I-5, P.H. Mega Mall.** Local con una superficie de 155,277.80 m2, ubicado dentro del P.H. Mega Mall, Sector 24 de diciembre, Panamá.
- **Local No. L-1 y L-2, P.H. The Grand Tower.** Locales comerciales con una superficie de 5,085.67 m2, los cuales se encuentran ubicados en Rotonda del Boulevard Punta Pacífica, P.H. The Grand Tower, Sector Punta Pacífica, San Francisco, Panamá.
- **Local No. PB-52, P.H. Centro Comercial Los Andes Mall.** Local comercial ubicado en la planta baja del P.H. Centro Comercial Los Andes Mall y cuenta con una superficie de 33,182.956 m2.
- **Locales y oficina, P.H. Pacific Village.** Cuenta con una superficie de 7,120.50 m2, misma que se encuentra integrada por 9 locales comerciales, 6 oficinas y 44 estacionamientos.
- **Local Comercial No. PB-N2, P.H. Centro Comercial Westland Mall Los Pueblos**. Ubicado en el Sector El Tecal, Vista Alegre, Panamá Oeste y cuenta con una superficie de 242,310.89 m2.
- **Locales No. L-65 Y L-5, P.H. Centro Comercial Los Pueblos Albrook.** Locales comerciales ubicados en el Sector de Albrook, Ancón, Panamá, los cuales tienen una superficie de 307,837.3270 m2.

Inversiones La Clave, S.A. Fue constituida en la República de Panamá el 9 de abril de 2013 e inició operaciones en junio de 2015. La empresa se dedica principalmente a la promoción, desarrollo y venta de proyectos inmobiliarios. Inversiones de Clave, S.A. se encuentra desarrollando el proyecto denominado Uniplaza, que cuenta con 79 establecimientos comerciales y está ubicado en la Provincia de Panamá, Distrito de la Chorrera, Corregimiento de Barrio Colón, Urbanización Avenida El Limón, Calle Costa Verde, Edificio P.H. Uniplaza. El proyecto cuenta con una superficie de 34,781.35 m2.

Inmobiliaria Grupo Fuji, S.A. Fue constituida en la República de Panamá el 12 de febrero de 2014 e inició operaciones en octubre del mismo año. La empresa se dedica principalmente a la promoción, venta y administración de bienes inmuebles propios y cualquier otra actividad asociada. Grupo Fuji, S.A. cuenta con 25 locales comerciales, ubicados en P.H. Brisas Mall, Calle Manuel Zarate, Sector Brisas del Golf, Rufina Alfaro, San Miguelito, Panamá. Los 25 locales comerciales cuentan con una superficie de 11,558.60 m2.

Inmobiliaria DDJ, S.A. Fue constituida en la República de Panamá el 7 de enero de 1998. La empresa se dedica principalmente a la promoción, venta y administración de bienes inmuebles propios y cualquier otra actividad asociada. A continuación, se detallan los locales y las oficinas de la empresa:

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

Galería Castilla S.A. Fue constituida en la República de Panamá el 13 de septiembre de 2017 e inició operaciones en ese mismo mes. La empresa se dedica principalmente a la promoción, venta y administración de bienes inmuebles propios y cualquier otra actividad asociada.

Park Shops, S.A. Fue constituida en la República de Panamá el 18 de agosto de 2008, e inicio operaciones en enero de 2010. La empresa se dedica principalmente a la promoción, venta y administración de bienes inmuebles propios, así como al desarrollo de proyectos inmobiliarios, ya sea para la venta o alquiler, y cualquier actividad asociada.

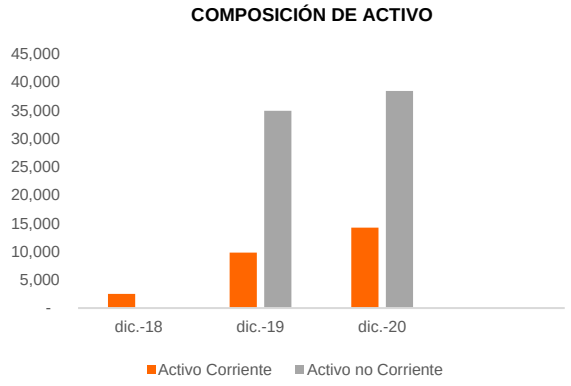
Mega Bodegas, S.A. Fue constituida en la República de Panamá conformada por las regulaciones locales de registro de empresas. La empresa se dedica principalmente a brindar espacios de almacenamiento.

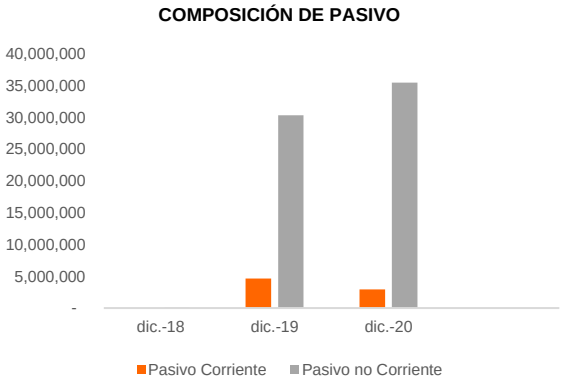
Análisis Financiero Kadima Holdings, S.A.

El Emisor, Kadima Holdings, S.A., es una empresa recientemente creada con el único fin de ser el emisor de deuda para poder otorgar facilidades crediticias a empresas relacionadas, las cuales no consolidan con el emisor por no ser subordinadas del mismo. PCR cuatro periodos de estados financieros auditados partiendo del año 2017 al 2020, por lo cual PCR no puede analizar el historial de crédito, estados financieros históricos, razones financieras, ni el desempeño del emisor. El Emisor inició operaciones en octubre de 2017, 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 empresas relacionadas para las cuales está emitiendo deuda.

Balance General

Al 31 de diciembre de 2020, producto de la Emisión Pública de Bonos Corporativos Rotativos, autorizados por la BVP[1] a la fecha de análisis se encuentran emitidos los suplementos A, B, C, D, E, G, H, I, J, K, L, M y N para cubrir los flujos de las empresas relacionadas, reflejándose en sus Estados Financieros con cambios significativos en el crecimiento de Activos y Pasivos. Por lo tanto, el activo del Emisor totalizó por B/. 38.4 millones aumentando interanualmente 10.02% (diciembre 2019: B/. 34.9 millones), el cual se encuentra compuesto por B/. 14.1 miles en efectivo y B/. 38.4 millones en cuentas por cobrar a partes relacionadas, aunado a ello, el pasivo totalizó B/. 38.4 millones incrementando 10.06% interanualmente (diciembre 2019: B/. 34.5 millones), se encuentra compuesto por B/. 35.5 millones en Bonos Corporativos Rotativos, los cuales cuentan con una programación de pago y fecha de vencimiento en porción no corriente, mientras que los B/. 2.9 millones de Bonos Corporativos Rotativos en porción corriente. Por su parte, el patrimonio permanece en saldos negativos durante los cuatro períodos de análisis, compuesto por B/. 10 miles en capital en acciones, dividido en 500 acciones comunes suscritas y pagadas, así como B/. 39.2 miles en déficit acumulado; provenientes de pagos de honorarios profesionales y comisiones por estructuración de deuda incurridos con anterioridad y en el presente periodo de análisis, unificándosele pérdidas del presente período por B/.15.1 miles.

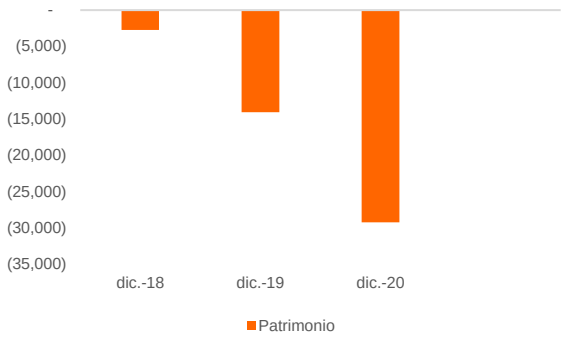




Fuente: Kadima Holdings, S.A. / **Elaboración:** PCR

[1] Bolsa de Valores de Panamá.

COMPOSICIÓN DE PATRIMONIO



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

Estado de Resultados

Kadima Holdings, S.A., presenta su posición neta en los cuatro períodos de operación negativos, dado que no cuenta con operaciones que le generen ingresos, por su naturaleza de ser un vehículo financiero, se limita a ser tenedora de acciones y emisora de bonos para proveer facilidades de crédito a sus empresas relacionadas. Presentando así al 31 de diciembre de 2020, un estado de resultados que refleja únicamente gastos en sus estados financieros. Dichos gastos son provenientes de honorarios profesionales resultantes de pagos por servicios profesionales para estructuración de la emisión y con anterioridad para la inscripción y apertura de la empresa e impuestos.

ESTADO DE RESULTADOS A DICIEMBRE DE 2020
KADIMA HOLDINGS, S.A. (EN B/.)

KADIMA HOLDINGS, S.A.	dic.-17	dic.-18	dic.-19	dic.-20
Ingresos Totales	-	-	-	-
Gastos generales y administrativos		-		
Honorarios profesionales	15,419.0	-	(10,574.0)	(14,432.0)
Comisión por estructuración de bonos	32,100.0	-	-	
Impuestos	-	-	(759.0)	(742.0)
Licencia Comercial	-	-	-	
Total de gastos generales y administrativos	47,519.0	-	(11,333.0)	(15,174.0)
Pérdida Neta	**(47,519.0)**	**-**	**11,333.0**	**15,174.0**

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

Análisis Financiero de las Inmobiliarias Relacionadas

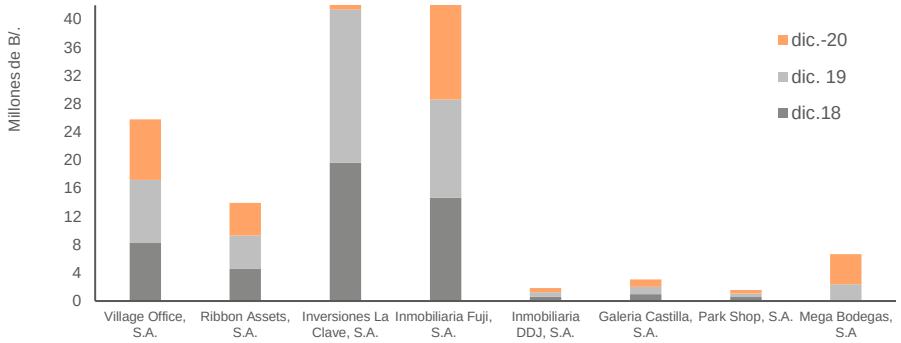
Es importante resaltar que las empresas relacionadas al Emisor, no se encuentran subordinadas al mismo ni forman parte de un consolidado de este. Sin embargo, para motivos de análisis de robustez de ingresos para el pago de la Emisión Pública de Bonos Corporativos Rotativos se consolidaron sus resultados, como se muestra a continuación:

Activos

Al 31 de diciembre de 2020, los activos consolidados de las ocho (8) empresas relacionadas ascendieron a B/. 55.4 millones, mostrando un incremento de B/. 1.6 millones (+3.0%) comparado al mismo periodo del 2019 (B/. 53.8 millones). Esto último como consecuencia, principalmente, de la incorporación de la relacionada Mega Bodegas, S.A. dentro del conglomerado de entidades, incrementando en cuentas por cobrar B/.3.4 millones (+78.5%), correspondiendo B/. 1.8 millones a cuenta por cobrar con Infinity Central Corp. Por el contrario, la disminución más relevante este periodo fue en propiedades de inversión con B/. 1.1 millones respecto al periodo anterior (-2.5%) resultado de mayores depreciaciones acumuladas en Inversiones La Clave, S.A. Del conglomerado de empresas relacionadas, las que presentaron mayor aporte en la participación de los activos consolidados son Inversiones La Clave, S.A. con 39.6% del total con un crecimiento del 1.12% en sus activos que totalizaron B/. 22.0 millones, seguido de Inmobiliaria Gupo Fuji, S.A. con 24.9% con una disminución del 0.7% de sus activos, por la venta de propiedades de inversión y de impuestos diferidos. Así también, Village Offices, S.A. con el 15.4% con un decrecimiento del periodo del 4.0% producto de las depreciaciones acumuladas en propiedades de inversión; así representando entre estas tres empresas, el 80.0% (B/. 44.4 millones) del total de activos.

Cabe mencionar que, producto de que Inversiones La Clave, S.A. se encuentra desarrollando un proyecto inmobiliario y es propietaria del Edificio Comercial "Uniplaza", siendo este edificio una de las propiedades de mayor valor dentro de las empresas relacionadas al emisor es la empresa con mayor aporte y crecimiento para el presente análisis de B/. 1.12 millones. Derivado de lo anterior se puede observar que, las cuentas que tienen una mayor influencia en el resultado consolidado son las propiedades de inversión (79.6% del total) y las cuentas por cobrar entre empresas relacionadas del grupo (6.1% del total); encontrándose alineado con la estrategia del grupo, puesto que las propiedades de inversión son el giro principal de las inmobiliarias y las transacciones entre empresas relacionadas ayudan a cumplir con los objetivos con intereses comunes.

ACTIVOS TOTALES POR EMPRESA RELACIONADA



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

COMPOSICIÓN DE ACTIVOS A DICIEMBRE 2020 (MILES DE BALBOAS)

	Village Office, S.A.	Ribbon Assets, S.A.	Inversiones La Clave, S.A.	Inmobiliaria Fuji, S.A.	Inmobiliaria DDJ, S.A.	Galeria Castilla, S.A.	Park Shop, S.A.	Mega Bodegas, S.A	Suma Total
Efectivo	44.6	219.4	230.5	81.9	2.0	102.2	26.0	149.3	856.0
Cuentas por cobrar	191.4	66.7	261.5	255.2	7.7	244.1	16.3	2,360.3	3,403.3
Gastos e Impuestos pagados por anticipado	-	-	-	-	8.3	-	-	-	8.3
Activo Corriente	**236.0**	**286.2**	**529.3**	**337.1**	**18.8**	**346.3**	**42.3**	**2,530.3**	**4,326.4**
Propiedades de Inversión, Neta	7,809.8	4,322.3	18,033.0	12,271.8	573.0	709.6	462.6		44,182.1
Construcción en Proceso	-	-	3,308.9	-	-	-	-	-	3,308.9
Inversión en Acciones	-	-	-	10.0	-	-	-	-	10.0
Vehículos, Mobiliarios y Enseres, Neto	-	12.3	-	-	-	-	-		12.3
Cuentas por cobrar, partes relacionadas	-	-	-	1.0	-	-	-		1.0
Adelantos a compra de inmuebles	537.8	-	-	-	-	-	-		537.8
Cuentas por cobrar, Accionistas	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Otros activos	12.9	7.9	128.9	1,215.6	-	7.6	2.6	-	1,375.6
Activo No Corriente	**8,360.6**	**4,334.6**	**21,470.9**	**13,498.5**	**573.0**	**717.2**	**465.1**	**1,745.0**	**51,164.8**
Total Activo	**8,596.6**	**4,628.7**	**22,000.1**	**13,835.6**	**591.8**	**1,063.5**	**507.5**	**4,275.3**	**55,499.1**

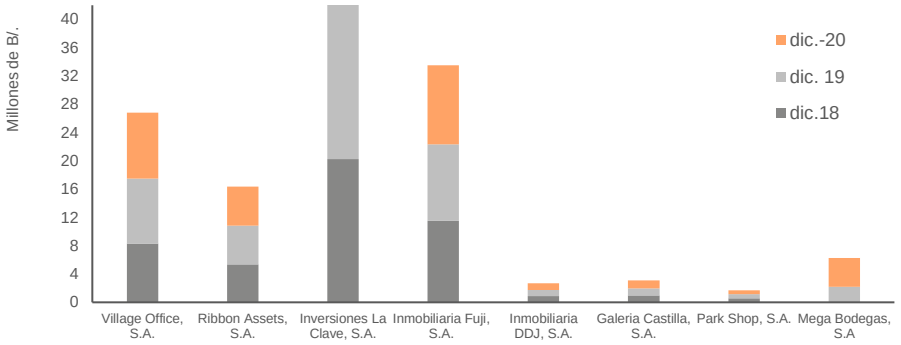
Fuente: Kadima Holdings, S.A. / **Elaboración:** PCR

Pasivos

Para la fecha de análisis, los pasivos consolidados de las compañías relacionadas ascendieron a B/. 55.1 millones, mayor en 6.2% respecto a lo registrado en el periodo anterior (diciembre 2019: B/. 51.9 millones). Producto de la emisión de bonos la composición de fuentes de fondeo principalmente son los Bonos Corporativos Rotativos, con el 49.3%, mientras que las obligaciones bancarias representaron el 18.8 % del total, las cuentas por pagar a accionistas con 3.3 % del total y depósitos recibidos en garantía con 1.2%. Las cuentas en mención corresponden a desembolsos recibidos para la compra de los terrenos o para el desarrollo de propiedades de inversión. Los fondos aportados por accionistas no tienen plan de pago, fecha de vencimiento, ni devengan intereses.

Para el presente período de análisis, las empresas relacionadas al emisor trasladaron sus obligaciones bancarias y sus cuentas por pagar a los accionistas hacia los Bonos Corporativos producto de las emisiones de dichos bonos, en este sentido, al igual que en la parte de los activos, durante el 2020 los pasivos de Inversiones La Clave, S.A. crecieron 2.2% ubicándose en B/. 22 millones, representando el 44.1 % del total de pasivos al reunir todas las empresas relacionadas, siendo esta la empresa con mayor crecimiento del periodo de análisis, y la principal empresa relacionada que presenta mayores obligaciones, seguido de la Inmobiliaria Fuji, S.A, que presentó un aumento de 3.7% durante el período, situando sus pasivos en B/. 11.2 millones y Village Offices, S.A. totalizó sus pasivos en B/. 9.3 millones, creciendo 1.9% interanualmente, pasivos relacionados al emisor, también como resultado del pago de una parte de la cuenta por pagar a accionistas y el resto transferirlo a los Bonos Corporativos.

PASIVOS TOTALES POR EMPRESA RELACIONADA



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

COMPOSICIÓN DE PASIVOS A DICIEMBRE 2020 (MILES DE BALBOAS)

	Village Office, S.A.	Ribbon Assets, S.A.	Inversiones La Clave, S.A.	Inmobiliaria Fuji, S.A.	Inmobiliaria DDJ, S.A.	Galeria Castilla, S.A.	Park Shop, S.A.	Mega Bodegas, S.A	Suma Total
Cuentas por Pagar	4.0	409.0	107.2	61.1	21.3	0.7	0.6	43.4	647.3
Cuentas por Pagar, Partes Relacionadas	5,217.8	-	-	-	799.3	-	-		6,017.1
Gastos e Impuestos Acumulados por Pagar	6.6	1.8	-	(265.2)	0.5	0.5	(0.5)		(256.2)
Ingresos e Impuestos diferidos	-	-	-	10,609.9	-	-	-		10,609.9
Anticipos Recibidos de Clientes	5.1	0.3	7.0	4.7	5.0	6.4	5.1		33.7
Retenido por pagar	1.0	-	-	-	-	-	-		1.0
Otros Pasivos	64.8	-	-	-	(1.3)	26.4	-	202.1	291.9
Pasivo Corriente	**81.5**	**505.4**	**498.2**	**(27.5)**	**877.6**	**62.5**	**19.8**	**245.4**	**2,263.1**
Obligaciones Bancarias	3,290.6	3,250.2	-	-	-	-	-	3,829.6	10,370.4
Cuentas por Pagar, Partes Relacionadas	-	680.2	8,138.6	-	49.3	989.3	93.9		9,951.3
Cuentas por Pagar, Accionistas	617.6	919.1	-	-	16.7	-	255.4		1,808.8
Otros Pasivos	63.6	66.7	-	618.5	1.0	-	-		749.8
Depósitos Recibidos en Garantía	-	92.4	382.8	171.9	-	28.5	-		675.7
Pasivo No Corriente	**9,189.6**	**4,987.1**	**21,960.4**	**11,228.4**	**67.0**	**1,049.3**	**561.4**	**3,829.6**	**52,872.9**
Total Pasivo	**9,334.7**	**5,492.5**	**22,458.6**	**11,200.9**	**944.6**	**1,111.9**	**581.2**	**4,075.0**	**55,199.5**

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

Patrimonio

A diciembre 2020, las empresas relacionadas, presentaron un patrimonio negativo producto de pérdidas netas, y déficit acumulado, excepto por Inmobiliaria Fuji con un patrimonio positivo de B/.2.6 millones y Mega Bodegas con un patrimonio de B/.200.3 miles, esto, a consecuencia de utilidades retenidas de periodos anteriores a comparación del resto de empresas relacionadas. No obstante, el consolidado de las empresas relacionadas resultó positivo para el periodo de análisis en B/. 299.6 miles, pero reflejando una reducción de B/. 1.5 miles (-84.0%) interanualmente. Como consecuencia de resultados negativos en todas las empresas relacionadas que totalizaron B/. 2.3 miles aunado a la disminución interanual de las utilidades retenidas por B/. 1.9 miles. Cabe mencionar que el capital social de las empresas se mantiene constante con un valor nominal de B/. 10 mil, siendo Galerías Castilla, S.A., Mega Bodegas, S.A. y Village Office, S.A. las únicas que mantienen un capital de B/. 15 miles, B/. 155.3 miles y B/. 23.4 miles.

COMPOSICIÓN DE PATRIMONIO A DICIEMBRE 2020 (MILES DE BALBOAS)

	Village Office, S.A.	Ribbon Assets, S.A.	Inversiones La Clave, S.A.	Inmobiliaria Fuji, S.A.	Inmobiliaria DDJ, S.A.	Galeria Castilla, S.A.	Park Shop, S.A.	Mega Bodegas, S.A	Suma Total
Capital social común	23.4	10.0	10.0	10.0	10.0	15.0	10.0	155.3	243.7
Capital pagado en exceso	-	-	-	-	-	-	-		-
Utilidad (Déficit) Acumulado	(537.6)	(791.4)	(219.7)	3,146.1	(251.6)	(63.3)	(39.8)	(38.2)	1,204.6
Utilidad Neta	(223.9)	(82.5)	(248.8)	(521.4)	(111.3)	-	(44.0)	83.2	(1,148.7)
Total patrimonio	**(738.1)**	**(863.9)**	**(458.5)**	**2,634.7**	**(352.9)**	**(48.3)**	**(73.8)**	**200.3**	**299.6**

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

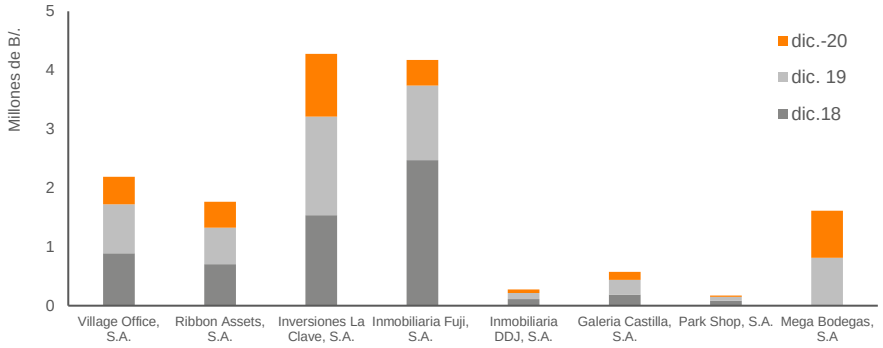
Resultados Financieros

Ingresos

Al 31 de diciembre de 2020, los ingresos consolidados de las empresas relacionadas a Kadima Holdings, S.A. totalizaron B/. 3.4 millones, evidenciando un decrecimiento interanual de B/. 2.1 millones (-39%) consecuencia de un decremento en ingresos por alquileres en las relacionadas principalmente en Inmobiliaria Fuji, S.A. específicamente en los meses de julio y septiembre. Derivado del impacto económico por la pandemia, seguido de otros ingresos que también presentaron un decremento interanual de B/. 47 miles (-96.1%) seguido de una pequeña proporción a ingresos por mantenimiento que totalizó B/.187 miles mayor interanualmente (1.6%). Por su parte las devoluciones y descuentos totalizaron B/.683.2 miles mayor interanualmente B/. 271.3 miles.

Cabe mencionar que los ingresos por alquiler representan la fuente importante de ingresos, seguido de ingreso por mantenimiento y de ingresos por venta de inmuebles, por su parte las devoluciones y descuentos representaron el 19.9% del total de ingresos creando una reducción en los mismos. En cuanto a la participación de las empresas relacionadas en proporción a los ingresos, la que contribuyó en mayor proporción fue Inversiones La Clave con 31.1%, seguido de Mega Bodegas con 23.3%, Village Office con 13.7%, Ribbon Assets con 12.9%, Inmobiliaria Fuji con 12.7%, Galeria Castilla, con 3.8% Inmobiliaria DDJ con 1.6% y el restante 0.6% para Park Shop.

INGRESOS TOTALES POR EMPRESA RELACIONADA



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

COMPOSICIÓN DE INGRESOS A DICIEMBRE 2020 (MILES DE BALBOAS)

	Village Office, S.A.	Ribbon Assets, S.A.	Inversiones La Clave, S.A.	Inmobiliaria Fuji, S.A.	Inmobiliaria DDJ, S.A.	Galeria Castilla, S.A.	Park Shop, S.A.	Mega Bodegas, S.A	Suma Total
Ingresos por Alquiler	621.8	455.1	1,170.0	615.7	60.1	147.0	41.2	801.6	3,912.4
Ingresos por Asesoria	-	-	-	-	-	-	-		-
Ingresos por Mantenimiento	-	56.9	114.3	-	-	16.0	-		187.2
Ingresos por Ventas de Inmuebles	-	-	-	4.3	-	-	-		4.3
Devoluciones y Descuentos	(152.5)	(77.6)	(217.5)	(184.5)	(2.3)	(30.1)	(18.7)		(683.2)
Otros Ingresos	0.7	0.0	1.0	0.2	-	-	-		1.9
Total de Ingresos	**470.0**	**443.3**	**1,067.8**	**435.7**	**57.8**	**132.9**	**22.5**	**801.6**	**3,431.6**

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

Gastos

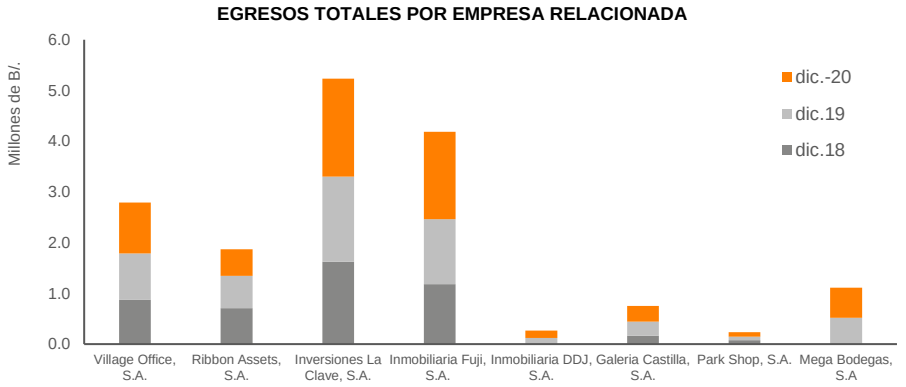
A diciembre 2020, los gatos totales consolidados de las empresas relacionadas se mostraron B/. 6.3 millones, mostrando un incremento interanual de B/. 833 miles (+15.2 %), guiado principalmente por los gastos generales y administrativos los cuales representan el 76.8% del total y por los gastos financieros que representan el 24.3% del total, siendo estos el pago de intereses en su mayoría. El crecimiento en los gastos totales se vio impactado por los costos financieros producto de las obligaciones contractuales de parte de los Bonos Corporativos que durante el periodo de análisis se mantienen 13 series totalizando un monto de B/. 38 millones, impulsando así, un aumento de los intereses generados, aunado a ello, se mostró un aumento en gastos financieros por B/. 1.2 millones y debido a que todas las empresas reportaron perdidas el beneficio de no pagar impuesto sobre la renta.

A la fecha de análisis, el mayor incremento en gastos financieros se dio en Inmobiliaria Fuji que aumentó por B/ 734.0 miles, seguido de Inversiones La Clave la cual aumentó B/.562.2 miles. En cuanto a los de gastos generales y administrativos, Inversiones La Clave, S.A. fue la empresa relacionada que reflejó la mayor participación sobre el monto total consolidado, representando un 20.9% del total, seguido de Inmobiliarias Fuji, S.A. con 18.4%, Village offices, S.A. con 15.9%, Ribbon Assets con 8.3%, Mega Bodegas, con 6.7%, Inmobiliaria Castilla con 3.0%, Park Shop con 1.1% y el restante 2.3% con Inmobiliaria DDJ. Cabe mencionar que de los gastos generales y administrativos de Ribbon Assets por B/.175.0 miles (-28.3%) que mostró la mayor reducción interanual, seguido de Galeria Castilla por B/.24.9 miles (-24.9%), Park Shop con B/. 1.0 miles (-1.5%).

COMPOSICIÓN DE GASTOS A DICIEMBRE 2020 (MILES DE BALBOAS)

	Village Office, S.A.	Ribbon Assets, S.A.	Inversiones La Clave, S.A.	Inmobiliaria Fuji, S.A.	Inmobiliaria DDJ, S.A.	Galeria Castilla, S.A.	Park Shop, S.A.	Mega Bodegas, S.A	Suma Total
Gastos generales y de administración	(1,007.6)	(526.4)	(1,324.6)	(1,163.8)	(145.3)	(194.2)	(66.5)	(429.0)	**(4,857.3)**
Intereses Financieros	-	-	8.0	206.6	(0.0)	(120.8)	(24.3)		**69.5**
Gastos Financieros	-	-	(610.9)	(767.1)	-	-	-	(161.3)	**(1,539.4)**
Impuesto sobre la renta	-	-	-	-	-	-	-		**-**
Total Egresos	**(1,007.6)**	**(526.4)**	**(1,927.5)**	**(1,724.2)**	**(145.3)**	**(315.0)**	**(90.8)**	**(590.4)**	**(6,327.2)**

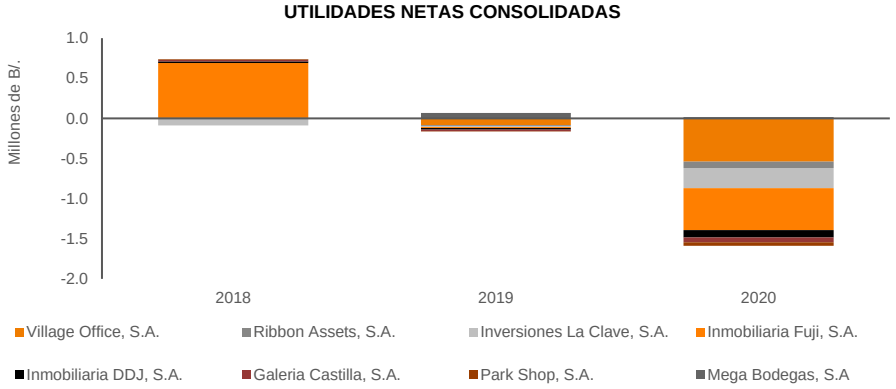
Fuente: Kadima Holdings, S.A. / **Elaboración:** PCR



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

Utilidad Neta

La Pérdida Neta consolidada de las empresas relacionadas fue de B/. 1.5 millones, mostrando un decremento interanual importante de (B/. 3.7 millones); esto como consecuencia de menores ingresos por B/. 2.1 millones (-39.0%) aunado al aumento de los gastos totales en B/. 833 miles (+15.2 %). El resultado negativo en las utilidades es consecuencia de la sumatoria de Pérdidas Netas en todas las empresas relacionadas siendo la que mayores pérdidas presentó fue Village Office con B/.537 miles, seguido de Inmobiliaria Fuji con B/. 521 miles, Inversiones la Clave con B/. 248.8, Inmobiliaria DDJ con B/.92.9 miles, Ribbon Assets con B/. 82.4 miles, Galería Castilla con B/.61.2 miles y por último Park Shop con B/. 44.0 miles. Por su parte Mega Bodegas reportó utilidades totalizando B/.16.8 miles.



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

COMPOSICIÓN DE UTILIDADES A DICIEMBRE 2020 (MILES DE BALBOAS)

	Village Office, S.A.	Ribbon Assets, S.A.	Inversiones La Clave, S.A.	Inmobiliaria Fuji, S.A.	Inmobiliaria DDJ, S.A.	Galeria Castilla, S.A.	Park Shop, S.A.	Mega Bodegas S.A.	Suma Total
Ingresos	470.00	443.35	1,067.78	435.72	57.82	132.92	22.46	801.55	**3,431.60**
Costos	-	-	-	-	-	-	-		**-**
Total de Gastos Generales y Administrativos	(1,007.6)	(526.4)	(1,324.6)	(1,163.8)	(145.3)	(194.2)	(66.5)	(429.0)	**(4,857.3)**
Utilidad (pérdida) en operaciones	(537.55)	(82.46)	(248.84)	(521.43)	(92.99)	(61.26)	(44.01)	16.83	**(1,571.7)**
Total Gastos Financieros	-	-	(610.9)	(767.1)	-	-	-	(161.3)	**(1,539.4)**
Utilidad (Pérdida) Neta	(537.55)	(82.46)	(248.84)	(521.43)	(92.99)	(61.26)	(44.01)	16.83	**(1,571.7)**
Utilidad (Pérdida) Neta (%)	34.2%	5.2%	15.8%	33.2%	5.9%	3.9%	2.8%	-1.1%	100.0%

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

En tal sentido, todas las empresas relacionadas excepto Mega Bodegas, mostraron un margen de operaciones negativo, con el nivel actual de ingresos del periodo de análisis, sus gastos financieros se mostró un margen neto negativo en todas las empresas relacionadas neto.

Indicadores de Rentabilidad

MARGENES DE UTILIDAD A DICIEMBRE 2020 (PORCENTAJES)

	Village Office, S.A.	Ribbon Assets, S.A.	Inversiones La Clave, S.A.	Inmobiliaria Fuji, S.A.	Inmobiliaria DDJ, S.A.	Galeria Castilla, S.A.	Park Shop, S.A.	Mega Bodegas, S.A	PROMEDIO
Margen Bruto	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
Margen operativo	-114.4%	-18.7%	-24.1%	-167.1%	-151.3%	-46.1%	-195.9%	-186.8%	-102.5%
Margen neto	-114.4%	-18.6%	-23.3%	-119.7%	-160.8%	-46.1%	-195.9%	4762.1%	-97.0%

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

Derivado de la pérdida del periodo, a excepción de Mega Bodegas, S.A., todas las empresas relacionadas al emisor Kadima S.A. reflejaron un ROA negativo y algunas empresas reflejaron un ROE positivo, pero esto se debe al déficit acumulado arrastrado por Park Shops, S.A, Inmobiliaria DDJ, S.A., Inversiones La Clave y Village Offices, S.A., lo cual provocó que tuvieran patrimonios negativos y que, por tanto, tuvieran ROE positivo. En cuanto a la eficiencia, el total de empresas consolidadas mostraron un promedio consolidado de 170.5%, demostrando una desmejora interanual (diciembre 2019: 54.8%).

INDICADORES DE RENTABILIDAD A DICIEMBRE 2020 (PORCENTAJE)

	Village Office, S.A.	Ribbon Assets, S.A.	Inversiones La Clave, S.A.	Inmobiliaria Fuji, S.A.	Inmobiliaria DDJ, S.A.	Galeria Castilla, S.A.	Park Shop, S.A.	Mega Bodegas, S.A	PROMEDIO
ROA	-6.3%	-1.8%	-1.1%	-3.8%	-15.7%	-5.8%	-8.7%	0.39%	-5.3%
ROE	72.8%	-9.5%	54.3%	-19.8%	26.4%	126.8%	59.7%	8.40%	39.9%
Eficiencia	214.4%	118.7%	124.1%	267.1%	251.3%	146.1%	295.9%	-53.5%	170.5%

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

Liquidez

En cuanto a la liquidez, las empresas relacionadas, en su mayoría, mostraron un bajo índice de liquidez corriente derivado de lo que representan los pasivos corrientes el 4.1% de los pasivos mientras que los activos líquidos representan el 7.8% de los Activos para el cumplimiento de sus obligaciones. Lo anterior como consecuencia de la menor cantidad de obligaciones por pagar a corto plazo de las empresas relacionadas a Kadima, mientras que sus cuentas por cobrar aumentaron derivado del aumento en la entidad Mega Bodegas, lo que derivó en un capital de trabajo positivo en promedio. Derivado de lo anterior, se observa una capacidad de pago de las obligaciones a corto plazo ajustadas.

INDICADORES DE LIQUIDEZ A DICIEMBRE 2020 (VECES)

	Village Offices, S.A.	Ribbon Assets, S.A.	Inversiones La Clave, S.A.	Inmobiliaria Fuji, S.A.	Inmobiliaria DDJ, S.A.	Galerías Castilla, S.A.	Park Shop, S.A.	Mega Bodegas, S.A.	Total y Promedio
Capital de trabajo	154.5	(219.3)	31.1	364.6	(858.8)	283.8	22.5	2,284.9	257.91
Solvencia (Liquidez Corriente) 2017	0.11	0.14	0.05	0.11	32.51	1.57	5.37		5.69
Solvencia (Liquidez Corriente) 2018	0.17	0.02	0.04	0.11	1.17	0.89	0.91		0.47
Solvencia (Liquidez Corriente) 2019	0.03	0.09	0.01	0.13	0.03	0.27	0.11	1.13	0.23
Solvencia (Liquidez Corriente) 2020	2.90	0.57	1.06	(12.27)	0.02	5.54	2.14	10.31	1.28

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

Endeudamiento y Solvencia

Referente al endeudamiento, las inmobiliarias reflejan altos índices de deuda, derivado de tener con anterioridad altas cantidades de obligaciones bancarias y que en la actualidad han transferido esas obligaciones a los bonos, producto del financiamiento de proyectos inmobiliarios y compras de terrenos, los cuales se mantuvieron sin movimiento para el presente período y el promedio que representan las cuentas por pagar a Kadima en sus pasivos es de 49.3%, las obligaciones bancarias representan el 18.8% y las cuentas por pagar a los accionistas 3.3% del total de Pasivos. Siendo Inversiones La Clave, S.A. la empresa que en mayor proporción compone sus pasivos de estas obligaciones contractuales (40.6%), seguido de Inmobiliaria Fuji, S.A. con 20.2% del total de las obligaciones, Village Office S.A. 16.9%, Ribbon Assets, S.A. 9.9%, Mega Bodegas con 7.3%, Galeria Castilla 2.0%, Inmobiliaria DDJ, S.A. 1.7% del total y Park Shop, S.A. con el restante 1.1%. En este sentido, las únicas empresas relacionadas que cuentan con obligaciones bancarias para el presente periodo son Mega Bodegas, S.A., Village Office, S.A. y Ribbon Assets, S.A. que representa el total de estas obligaciones bancarias.

Por el lado de las obligaciones financieras con Kadima, Inmobiliaria Fuji es el deudor principal con el 49.8% de la deuda, seguido de Inversiones La Clave con el 39.7% y Mega Bodegas, S.A con el 10.5% final. Por parte de las cuentas por pagar a accionistas la empresa relacionada principal es Ribbon Assets con el 50.8%, seguido de Village Office con 34.1%, Park Shop con el 14.1% e Inmobiliaria DDJ con el restante 0.9%, demostrando así las diferentes formas de fondeo que las empresas relacionadas utilizan.

A la fecha de análisis las empresas muestran altos niveles de endeudamiento, de las cuales las principales empresas relacionadas (Inversiones La Clave, Inmobiliaria Fuji y Village Office) que se financian por obligaciones financiera con Kadima muestran tener ajustados niveles de EBITDA para hacerle frente a sus gastos financieros, manteniendo un promedio de EBITDA sobre gastos financieros de 8.8 veces; esto último como resultado, sobre todo, del decremento en gastos financieros totalizando B/. 142.7 miles y el EBITDA B/. 591.3 miles).

INDICADORES DE ENDEUDAMIENTO Y SOLVENCIA A DICIEMBRE 2020 (PORCENTAJE/VECES)

	Village Office, S.A.	Ribbon Assets, S.A.	Inversiones La Clave, S.A.	Inmobiliaria Fuji, S.A.	Inmobiliaria DDJ, S.A.	Galeria Castilla, S.A.	Park Shop, S.A.	Mega Bodegas, S.A
Endeudamiento (Pasivo / Activo)	108.6%	118.7%	102.1%	81.0%	159.6%	104.5%	114.5%	95.3%
Obligaciones Bancarias / Pasivo total	35.3%	59.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	16.2%	94.0%
Apalancamiento (PnC+PC)/(Pat+PnC+PC)	108.7%	118.7%	102.1%	81.0%	159.6%	104.5%	114.5%	4.9%
Apalancamiento (Pat/(PnC+PC))	-7.9%	-15.7%	-2.0%	23.5%	-37.4%	-4.3%	-12.7%	40.5%
Deuda Financiera / Patrimonio	(4.5)	(3.8)	-	-	-	-	(1.3)	19.1
Deuda Bancaria	9,130,002.1	4,849,501.9	8,138,628.1	414,380.5	70,991.2	989,254.2	349,269.4	3,829.6
Deuda / EBITDA	(43.3)	(58.8)	10.4	0.8	(0.8)	(16.1)	(14.9)	(18.1)
EBITDA / Gastos Financieros	(90.1)	-	1.3	0.9	17.0	(0.5)	(1.0)	1.3
Gastos Financieros	-	-	602.9	560.5	(5.5)	120.8	24.3	(161.3)
EBITDA	(210.8)	(82.5)	781.8	491.7	(93.0)	(61.3)	(23.5)	(211.2)

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

Vencimiento de los Contratos

Como se puede observar en el siguiente cuadro, entre el año 2019 al 2021 llegan a su vencimiento la mayor proporción de contratos de alquiler. En cuanto a los contratos que llegaron a su vencimiento en el año 2020, las Inmobiliarias mitigan el riesgo de una desocupación antes del plazo pactado, estipulando dentro de sus contratos de arrendamiento que, el arrendatario que decida rescindir del contrato antes de la fecha de terminación deberá notificarlo por escrito al arrendador con dos meses de anticipación a la fecha de rescisión y deberá pagar la totalidad del canon de arrendamiento por todo el período estipulado de vigencia del Contrato. Sin embargo, a la fecha de análisis se realizan descuentos del 25% hasta el 75% de acuerdo con el estudio realizado para cada cliente.

Año	Village Office	Ribbon Assets	Inversiones La Clave	Fuji	DDJ
2019	100%	58%	74%	79%	81.25%
2020	100%	57%	74%	67%	12.50%
2021	-	25%	58%	53%	6.25%
2022	-	10%	35%	29%	-
2024	-	9%	21%	29%	-
2023	-	8%	6%	22%	-
2025	-	8%	4%	22%	-
2026	-	8%	3%	21%	-
2027	-	8%	3%	21%	-
2028	-	8%	3%	21%	-
2029	-	8%	3%	21%	-
Disponibles	-	42%	26%	21%	19%

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

Instrumento Calificado[2]

PRINCIPALES TÉRMINOS Y CONDICIONES DE LA EMISIÓN

Características	
Instrumento:	Programa Bonos Corporativos Rotativos
Emisor:	Kadima Holdings, S.A.
Series:	Los Bonos Corporativos serán emitidos de manera rotativa en tantas series como determine el Emisor, cada serie podrá tener Bonos Senior y Bonos Subordinados cuyo monto, plazo, tasa de interés y vencimiento, serán determinados según las necesidades del Emisor y la demanda del mercado en la Fecha de Oferta de cada una de dichas Series, los mismos serán comunicados a la SMV y a la BVP mediante un suplemento al prospecto informativo que será presentado por lo menos tres (3) días hábiles antes de la fecha de Oferta de la Series correspondiente y de su respectiva negociación en la BVP.
Monto de la Oferta:	US$90,000,000.00
Moneda:	Dólares de los Estados Unidos de América "US$".
Plazo de Emisión:	10 años
Tasa de Interés:	La tasa de interés de cada una de las Series será comunicada mediante suplemento al Prospecto Informativo a más tardar tres (3) días hábiles antes de la Fecha de Oferta de la(s) Serie(s) correspondiente(s) y de sus respectivas negociaciones en la BVP. La tasa de interés anual para cada una de las Series podrá ser fija o variable, a opción del Emisor. En caso de ser variable, los Bonos de dicha Serie devengaran una Tasa de Interés equivalente a Libor un (1), tres (3) o seis (6) meses, más un margen aplicable y podrá tener una tasa mínima.
Pago de intereses:	Para cada una de las Series, los intereses serán pagaderos trimestralmente, los días quince (15) de cada mes hasta su respectiva fecha de vencimiento. *Condiciones especiales de la Serie Subordinada: El emisor solo podrá realizar el pago de intereses de los Bonos de la Serie Subordinada siempre que este al día en el pago de intereses y capital de la Serie a la cual se encuentre subordinada.
Pago de Capital:	El cronograma de amortización de capital de cada una de las Series a ser emitidas será comunicado mediante suplemento al Prospecto Informativo a más tardar tres (3) Días Hábiles antes de la Fecha de Oferta de la(s) Serie(s) Respectiva. Serie Subordinada: El pago de capital de los Bonos de la Serie Subordinada será realizado en la Fecha de Vencimiento, siempre y cuando se haya cancelado el saldo insoluto del Bono Senior al cual se encuentre subordinada.
Rendición Anticipada:	Los Bonos Corporativos podrán ser redimidos, total o parcialmente, a opción del Emisor, a partir de la fecha que determine el Emisor mediante el suplemento al Prospecto Informativo y en base a los términos de los Bonos Corporativos de cada Serie. Serie Subordinada: La redención anticipada de los Bonos de las series subordinadas estarán condicionadas a que hayan sido canceladas en su totalidad las Series a las cuales estén subordinadas.
Fuente de Pago:	El pago de las obligaciones derivadas de los Bonos Corporativos provendrá de: (i) flujo de Cánones de Arrendamiento; (ii) flujo generado por la venta de fincas de las Empresas Relacionadas; (iii) aportes extraordinarios de los socios o; (iv) refinanciamiento.
Uso de los fondos:	Los fondos netos recaudados por la presente Emisión serán utilizados principalmente para el refinanciamiento de obligaciones del Emisor o sus afiliadas, así como para capital de trabajo del emisor y/o subsidiarias y afiliadas.
Garantías:	El cumplimiento de las obligaciones derivadas de los Bonos Corporativos Senior, estarán garantizadas mediante primera hipoteca y anticresis constituida por la Fideicomitente sobre Fincas de propiedad de los Garantes Hipotecarios, Fideicomitente o Fideicomitentes Adherentes y que serán hipotecadas de tiempo en tiempo en favor de El Fiduciario. Los Bonos Subordinados no cuentan con garantías.
Estructurador y colocador:	MMG Bank Corporation
Fiduciario:	The Bank of Nova Scotia (Panamá), S.A.
Custodio:	Central Latinoamericana de Valores (Latin Clear)

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

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

Tipo Senior	Tipo de bono	Colocado	YTD interés	Tipo de tasa	Fecha de Emisión	Vencimiento
Bonos Serie A	Senior	3,252 ,211	3.5%	Variable	15-mar.-19	01-mar.-29
Bonos Serie B	Senior	5,958,332	3.5%	Variable	17-abr.-19	01-abr.-24
Bonos Serie C	Senior	800,000	12.0%	Fija	26-abr.-19	01-abr.-29
Bonos Serie D	Senior	2,223,943	3.5%	Variable	05-jun.-19	01-jun.-29
Bonos Serie E	Senior	10,912,395	3.5%	Variable	05-jun.-19	01-jun.-29
Bonos Serie G	Senior	990,000	12.0%	Fija	11-jul.-19	01-jul.-29
Bonos Serie H	Subordinada	4,400,000	12.0%	Fija	11-jul.-19	01-jul.-29
Bonos Serie I	Subordinada	3,000,000	12.0%	Variable	19-jul.-19	01-jul.-29
Bonos Serie J	Senior	300,000	12.0%	Fija	27-sep.-19	01-sep.-29
Bonos Serie K	Senior	200,000	12.0%	Fija	03-dic.-19	01-dic.-29
Bonos Serie L	Senior	2,602,292	3.5%v	Variable	27-mar.-20	31-mar.-30
Bonos Serie M	Senior	2,299,741	3.5%v	Variable	20-jun.-20	01-jun.-30
Bonos Serie N	Subordinada	1,530,000	12.0%	Fija	08-sep.-20	01-sep.-30
Total		**38,468,914**				

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

[2] El Programación de Emisión de Bonos Corporativos que ascenderá hasta US$90 millones, aún no ha sido aprobado por la Superintendencia del Mercado de Valores de Panamá. Por lo que la emisión de bonos Senior por US$26,561.17 miles y Bonos Subordinados por US$22,185.79 miles, solo constituye una intención del Emisor.

A la fecha de análisis se modificaron los términos y condiciones de las series A, B y E modificando lo siguiente:

Pago de capital Serie A: Cambiaron de 104 pagos mensuales a 98, se agregan los meses de julio, agosto y septiembre 2020 al fragmento a pagar. Durante los meses de octubre, noviembre y diciembre se realizarán pagos mensuales por USD 20,000 de capital e intereses.

Pago de capital Serie B: Cambiaron de 43 pagos mensuales a 40, a partir de diciembre y en los meses de septiembre, octubre y noviembre se realizarán al diferimiento de pago.

Pago de intereses Serie C: Cambiaron de los días 25 de cada mes a diferimiento de pago a los meses de marzo, abril, y mayo.

Pago de intereses Serie D, G, H, I, J y L: Cambiaron de los días 25 de cada mes a diferimiento de pago a los meses de marzo, abril, mayo, junio, julio y agosto.

Pago de capital Serie E: Cambiaron de 108 pagos mensuales a 105, se agregarán los meses de julio agosto y septiembre al diferimiento de pago.

Pago de intereses Serie E: Cambiaron de los días 25 de cada mes a diferimiento de pago a los meses de julio agosto y septiembre.

Pago de intereses Serie K: Cambiaron de los días 25 de cada trimestre a diferimiento de pago a los meses de marzo y junio.

The Bank Of Nova Scotia (Panamá), S.A., actuando en su condición de Fiduciario del Fideicomiso de garantía para la emisión publica de Bonos Hipotecarios Corporativos por un valor nominal total de hasta B/. 90 millones de Kadima Holdings, S.A., registrada según Resolución SMV No. 472-18 de 16 de octubre de 2018, CERTIFICA un saldo en circulación de la emisión de B/. 38.4 millones, en porción corriente -B/. 2.9 millones y en porción no corriente[3] B/. 35.5 al 31 de diciembre 2020.

Garantías de la Emisión

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

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

- Aporte inicial por la suma de quinientos dólares (US$ 500), el cual se deberá mantener como balance mínimo para cada una de las Cuentas de Concentración.
- Primera hipoteca y anticresis sobre las Fincas, tal como dicho término se define en el Contrato de Fideicomiso. El Fideicomitente se obliga a realizar todas las gestiones que sean necesarias a fin de que constituyan a más tardar dentro de los ciento veinte días siguientes contados a partir de la fecha de emisión de las series garantizadas, la primera hipoteca y anticresis con limitación al derecho de dominio sobre las Fincas cuyos valores sean suficiente para satisfacer la Cobertura de Garantías de la Serie garantizada en particular.
- Los dineros que reciba El Fiduciario producto de la ejecución de las garantías reales.
- El importe de las indemnizaciones concedidas o debidas a El Fideicomitente por el asegurador de las Fincas o en virtud de expropiación, en virtud del endoso de las pólizas de seguro que El Fideicomitente realizará a favor de El Fiduciario, incluyendo el endoso de póliza de seguro de incendio, ésta última la cual cubrirá al menos el 80 % del valor de las mejoras de las Fincas, y que no será inferior al 100 % del monto de la serie garantizada respectiva.
- Cesión irrevocable e incondicional de la totalidad de los Cánones de Arrendamiento provenientes de los Contratos de Arrendamiento, según los mismos se definen en el Contrato de Fideicomiso y que provienen de las Fincas, los cuales serán depositados en la Cuentas de Concentración, en virtud de la cesión de los Cánones de Arrendamiento que realiza El Fideicomitente a favor de El Fiduciario.
- Las sumas depositadas en las Cuentas Fiduciarias sujeto a las condiciones y restricciones de disposición que se establecen en el Contrato de Fideicomiso.
- Cualesquiera otros bienes que, de acuerdo a instrucciones que el Fideicomitente le presente al Fiduciario, de tiempo en tiempo se incorporen al Fideicomiso de conformidad con sus términos los cuales en su caso deberán cumplir con las condiciones de coberturas establecidas en el Contrato de Fideicomiso y el Prospecto Informativo. El Fiduciario quedará investido del título de propiedad de las sumas de dinero que le entregue El Fideicomitente, con el único objeto de destinarlas a los fines del Contrato de Fideicomiso.

[33] Porción corriente quiere decir que se debe pagar dentro de un plazo de 12 meses o menor, y porción no corriente quiere decir que se pagará en un plazo mayor a 12 meses.

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

Detalle y Características de los Bienes Inmuebles de las Inmobiliarias Relacionadas en garantía

Las empresas relacionadas a Kadima Holdings, S.A. registraron un total de 217 oficinas y locales comerciales, los cuales se constituirán como garantías en el fideicomiso que respalda la emisión Senior. Con un valor de mercado de las propiedades de B/. 59.7 millones y una extensión total de 23,692.62 m^2.

Avalúo
A enero de 2021, se realizó un avalúo a excepción de Village Office que cuenta con avalúo a septiembre 2017, las propiedades de las inmobiliarias relacionadas al Emisor. A continuación, se detalla el valor de mercado de las propiedades según avalúo:

AVALÚO PROPIEDADES (EN MILES DE BALBOAS)

Inmobiliaria	Propiedad	Valor de Mercado
Village Offices	Local No. F-01, plana baja, P.H. Santiago Mall	360.00
	Local No. F-02, plana baja, P.H. Santiago Mall	671.00
	Local No. I-5, P.H. Mega Mall	480.00
	Local No. L-1 y L-2, Rotonda del Boulevard Punta Pacífica, P.H. The Grand Tower	1,650.00
	Local No. 52, P.H. Los Andes Mall	575.00
	Locales y Oficinas, P.H. Pacific Village	9,065.65
	Local Comercial No. PB-N2, P.H. Centro Comercial Westland Mall Los Pueblos	590.00
	Locales No. L-65 y L-5, P.H. Centro Comercial Los Pueblos Albrook	1,200.00
Total		**14,591.65**
Ribbon Assets	Edificio Oficentro del Este y Plaza Comercial Galería del Este	10,050.00
Total		**10,050.00**
Inversiones La Clave	Edificio Comercial "Uniplaza"	32,650.00
Total		**32,650.00**
Inmobiliaria Fuji	P.H. Brisas Mall	17,000.00
Total		**17,000.00**
Total Avalúo		**74,291.65**

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

El valor total de avaluó cubre el valor total de la emisión en 0.66 veces. Por otra parte, el avalúo realizado presenta una estimación de los ingresos y gastos anuales probables por cada una de las inmobiliarias relacionadas. A continuación, se detalla el valor estimado según avalúo:

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

Inmobiliaria	Propiedad	Ingreso Anual Probable	Total de Gastos Anuales Estimados	Renta Neta Anual
Village Offices	Local No. F-01, plana baja, P.H. Santiago Mall	34.20	5.13	29.07
	Local No. F-02, plana baja, P.H. Santiago Mall	63.60	9.54	54.06
	Local No. I-5, P.H. Mega Mall	45.00	6.75	38.25
	Local No. L-1 y L-2, Rotonda del Boulevard Punta Pacífica, P.H. The Grand Tower	159.42	19.13	140.29
	Local No. 52, P.H. Los Andes Mall	54.00	8.10	45.90
	Locales y Oficinas, P.H. Pacific Village	875.66	105.08	770.58
	Local Comercial No. PB-N2, P.H. Centro Comercial Westland Mall Los Pueblos	54.60	8.19	46.41
	Locales No. L-65 y L-5, P.H. Centro Comercial Los Pueblos Albrook	102.00	12.24	89.76
Ribbon Assets	Edificio Oficentro del Este y Plaza Comercial Galería del Este	1,065,600	159,840	905,760
Inversiones La Clave	Edificio Comercial "Uniplaza"	. 3,071,760	460,764	2,610,996
Inmobiliaria Fuji	P.H. Brisas Mall	1,628,966	268,779	1,360,186
Total avalúo		**5,767,714**	**889,557**	**4,428,156**

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

Como se puede apreciar en el cuadro anterior, las inmobiliarias que se estima que generan mayores ingresos brutos son Inversiones La Clave, S.A. (B/. 3.0 millones), seguido de Inmobiliaria Fuji, S.A. (B/. 1.6 millones) y Ribbon Assets, S.A. (B/. 1.0 millones). Adicionalmente, según avalúo, las inmobiliarias que generan mayores gastos son Inversiones La Clave, S.A. (B/. 460.7 miles), Inmobiliaria Fuji, S.A. (B/. 268.7 miles) y Ribbon Assets, S.A. (B/. 159.8 miles).

Proyecciones Financieras

El emisor realizó proyecciones financieras para los periodos, (2022-2025) donde proyecta que su única fuente de ingreso para el repago de la deuda, serán los flujos que obtenga por concepto de arrendamiento de las diferentes unidades inmobiliarias de sus empresas relacionadas. La empresa que representa una mayor proporción de estos ingresos es Inversiones La Clave, S.A., representando el 49.6 % (B/. 7.2 millones) del total de ingresos proyectados para los próximos 4 periodos, seguido de Village Offices, S.A. con el 27.7 % (B/. 3.3 millones), Ribbon Assets, S.A., con el 16.9 % (B/. 3.2 millones) e Inmobiliaria Fuji, S.A. con el 5.8% (B/. 527 miles); representando estas cuatro el 100 % (B/. 20.2 millones) del total de ingresos proyectados. Es importante mencionar, que dentro de las proyecciones no se incluyeron ingresos por Galerías Castilla, S.A., Inmobiliaria DDJ, S.A., Mega Bodegas, S.A y Park Shops, S.A sin embargo los ingresos de estas empresas se incluyen actualmente en los consolidados financieros de los flujos de pago.

Asimismo, las proyecciones estiman un crecimiento de sus ingresos (+23.7%) y gastos (+23.5%) durante el 2022 y posteriormente se estipula que estos ingresos y gastos se van a mantener estables con un crecimiento del 3.9% para los ingresos y gastos constantes, y que estas consideran un 85 % de ocupación.

Respecto a los gastos administrativos, se estima que estos representen el 15.4 % (B/. 3.1 millones) del total de ingresos proyectados, y que estos gastos se mantengan constantes durante las proyecciones. En lo que respecta a actividades de inversión, Inversiones La Clave, S.A. es la única empresa que presenta flujos de inversión proyectados, consecuencia de inversiones para el desarrollo del Edificio Uniplaza. Complementando lo anterior, se proyectan emisiones de deuda para cubrir estas inversiones.

En cuanto a sus gastos financieros (incluyendo pago de capital), se estima que estos representen un 78.8% (B/. 15.9 millones) del total de sus ingresos proyectados, incrementándose 23% del total para el período 2022 y posteriormente se mantienen con leve incremento a lo largo de las proyecciones. Cabe resaltar que, el total de pagos de capital es de B/. 8.4 millones) corresponde al 52.8% del total de gastos financieros. Resultando su flujo de efectivo proyectado de la siguiente manera:

Flujo de Caja Proyectado (KHOL)	2022p	2023p	2024p	2025p	TOTAL
Flujo de Caja					
Actividades de Operación					
Ingresos	4,808,122.1	4,967,245.0	5,162,112.0	5,341,245.0	20,278,724.1
Gastos Administrativos	780,380.8	780,380.8	780,380.8	780,380.8	3,121,523.2
Flujo de actividades de Operación	4,027,741.3	4,186,864.2	4,381,731.2	4,560,864.2	17,157,200.9
Flujo de actividades de Financiamiento	3,720,563.0	3,700,641.0	3,683,642.0	4,878,190.0	15,983,036.0
Efectivo disponible al final del periodo	7,748,304.3	7,887,505.2	8,065,373.2	9,439,054.2	33,140,236.9

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

Resultado de las adecuadas proyecciones financieras, se puede observar un correcto cumplimiento del repago de gastos financieros derivados de sus emisiones, así como del servicio de la deuda. Esto será así siempre y cuando las emisiones cumplan con el monto proyectado. Se puede observar una cobertura del flujo disponible para el servicio de la deuda, sobre gastos financieros de 4.6 veces en promedio en las proyecciones financieras, así como una cobertura de 2.1 veces en promedio del servicio de la deuda, siendo el año 2023 el período en el que más ajustada se encuentra esta cobertura. Lo anterior refleja que la empresa puede cubrir sus obligaciones financieras de una forma adecuada. Sin embargo, comparado con la cobertura del flujo disponible para el servicio de la deuda, sobre gastos financieros real fue de 0.1 veces, así como una cobertura de 0.1 veces en promedio del servicio de la deuda para 2020.

	2022p	2023p	2024p	2025p	TOTAL
Flujo de caja disponible para servicio de la deuda	7,748,304.3	7,887,505.2	8,065,373.2	9,439,054.2	33,140,236.9
Gastos Financieros	1,784,320.0	1,351,827.0	1,635,319.0	2,767,939.0	7,539,405.0
Amortización	1,936,243.0	2,348,814.0	2,048,323.0	2,110,251.0	8,443,631.0
Flujo de caja disponible / Gsts. Financieros	4.3	5.8	4.9	3.4	4.6
Flujo de caja disponible / Servicio de la deuda	2.1	2.1	2.2	1.9	2.1

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

Anexos

BALANCE GENERAL INMOBILIAIRIAS (EN MILES DE B/.)
AL 31 DE DICIEMBRE DE 2020

Activos (Miles de Balboas)

	Village Office, S.A.	Ribbon Assets, S.A.	Inversiones La Clave, S.A.	Inmobiliaria Fuji, S.A.	Inmobiliaria DDJ, S.A.	Galeria Castilla, S.A.	Park Shop, S.A.	Mega Bodegas, S.A	Suma Total
Efectivo	44.6	219.4	230.5	81.9	2.0	102.2	26.0	149.3	856.0
Cuentas por cobrar	191.4	66.7	261.5	255.2	7.7	244.1	16.3	2,360.3	3,403.3
Gastos e Impuestos pagados por anticipado	-	-	-	-	8.3	-	-	-	8.3
Activo Corriente	**236.0**	**286.2**	**529.3**	**337.1**	**18.8**	**346.3**	**42.3**	**2,530.3**	**4,326.4**
Propiedades de Inversión, Neta	7,809.8	4,322.3	18,033.0	12,271.8	573.0	709.6	462.6		44,182.1
Construcción en Proceso	-	-	3,308.9	-	-	-	-	-	3,308.9
Inversión en Acciones	-	-	-	10.0	-	-	-	-	10.0
Vehículos, Mobiliarios y Enseres, Neto	-	12.3	-	-	-	-	-		12.3
Cuentas por cobrar, partes relacionadas	-	-	-	1.0	-	-	-		1.0
Adelantos a compra de inmuebles	537.8	-	-	-	-	-	-		537.8
Cuentas por cobrar, Accionistas	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Otros activos	12.9	7.9	128.9	1,215.6	-	7.6	2.6	-	1,375.6
Activo No Corriente	**8,360.6**	**4,334.6**	**21,470.9**	**13,498.5**	**573.0**	**717.2**	**465.1**	**1,745.0**	**51,164.8**
Total Activo	**8,596.6**	**4,628.7**	**22,000.1**	**13,835.6**	**591.8**	**1,063.5**	**507.5**	**4,275.3**	**55,499.1**

Pasivos (Millones de balboas)

	Village Office, S.A.	Ribbon Assets, S.A.	Inversiones La Clave, S.A.	Inmobiliaria Fuji, S.A.	Inmobiliaria DDJ, S.A.	Galeria Castilla, S.A.	Park Shop, S.A.	Mega Bodegas, S.A	Suma Total
Cuentas por Pagar	4.0	409.0	107.2	61.1	21.3	0.7	0.6	43.4	647.3
Cuentas por Pagar, Partes Relacionadas	5,217.8	-	-	-	799.3	-	-		6,017.1
Cuentas por Pagar, Accionistas	-	-	-	-	-	-	-		-
Obligaciones Bancarias	-	-	-	-	-	-	-		-
Gastos e Impuestos Acumulados por Pagar	6.6	1.8	-	(265.2)	0.5	0.5	(0.5)		(256.2)
Ingresos e Impuestos diferidos	-	-	-	10,609.9	-	-	-		10,609.9
Anticipos Recibidos de Clientes	5.1	0.3	7.0	4.7	5.0	6.4	5.1		33.7
Retenido por pagar	1.0	-	-	-	-	-	-		1.0
Otros Pasivos	64.8	-	-	-	(1.3)	26.4	-	202.1	291.9
Pasivo Corriente	**81.5**	**505.4**	**498.2**	**(27.5)**	**877.6**	**62.5**	**19.8**	**245.4**	**2,263.1**
Obligaciones Bancarias	3,290.6	3,250.2	-	-	-	-	-	3,829.6	10,370.4
Cuentas por Pagar, Partes Relacionadas	-	680.2	8,138.6	-	49.3	989.3	93.9		9,951.3
Cuentas por Pagar, Accionistas	617.6	919.1	-	-	16.7	-	255.4		1,808.8
Otros Pasivos	63.6	66.7	-	618.5	1.0	-	-		749.8
Depósitos Recibidos en Garantía	-	92.4	382.8	171.9	-	28.5	-		675.7
Pasivo No Corriente	**9,189.6**	**4,987.1**	**21,960.4**	**11,228.4**	**67.0**	**1,049.3**	**561.4**	**3,829.6**	**52,872.9**
Total Pasivo	**9,334.7**	**5,492.5**	**22,458.6**	**11,200.9**	**944.6**	**1,111.9**	**581.2**	**4,075.0**	**55,199.5**

Patrimonio (Miles de balboas)

	Village Office, S.A.	Ribbon Assets, S.A.	Inversiones La Clave, S.A.	Inmobiliaria Fuji, S.A.	Inmobiliaria DDJ, S.A.	Galeria Castilla, S.A.	Park Shop, S.A.	Mega Bodegas, S.A	Suma Total
Capital social común	23.4	10.0	10.0	10.0	10.0	15.0	10.0	155.3	243.7
Capital pagado en exceso	-	-	-	-	-	-	-		-
Utilidad (Déficit) Acumulado	(537.6)	(791.4)	(219.7)	3,146.1	(251.6)	(63.3)	(39.8)	(38.2)	1,204.6
Utilidad Neta	(223.9)	(82.5)	(248.8)	(521.4)	(111.3)	-	(44.0)	83.2	(1,148.7)
Total patrimonio	**(738.1)**	**(863.9)**	**(458.5)**	**2,634.7**	**(352.9)**	**(48.3)**	**(73.8)**	**200.3**	**299.6**

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

ESTADO DE RESULTADOS INMOBILIAIRIAS (EN MILES DE B/.) AL 31 DE DICIEMBRE DE 2020									
Ingresos	**Village Office, S.A.**	**Ribbon Assets, S.A.**	**Inversiones La Clave, S.A.**	**Inmobiliaria Fuji, S.A.**	**Inmobiliaria DDJ, S.A.**	**Galeria Castilla, S.A.**	**Park Shop, S.A.**	**Mega Bodegas, S.A**	**Suma Total**
Ingresos por Alquiler	621.8	455.1	1,170.0	615.7	60.1	147.0	41.2	801.6	3,912.4
Ingresos por Asesoria	-	-	-	-	-	-	-		-
Ingresos por Mantenimiento	-	56.9	114.3	-	-	16.0	-		187.2
Ingresos por Ventas de Inmuebles	-	-	-	4.3	-	-	-		4.3
Devoluciones y Descuentos	(152.5)	(77.6)	(217.5)	(184.5)	(2.3)	(30.1)	(18.7)		(683.2)
Otros Ingresos	0.7	0.0	1.0	0.2	-	-	-		1.9
Total de Ingresos	**470.0**	**443.3**	**1,067.8**	**435.7**	**57.8**	**132.9**	**22.5**	**801.6**	**3,431.6**
Costos	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
Gastos									
Gastos generales y de administración	(1,007.6)	(526.4)	(1,324.6)	(1,163.8)	(145.3)	(194.2)	(66.5)	(429.0)	(4,857.3)
Intereses Financieros	-	-	8.0	206.6	(0.0)	(120.8)	(24.3)		69.5
Gastos Financieros	-	-	(610.9)	(767.1)	-	-	-	(161.3)	(1,539.4)
Impuesto sobre la renta	-	-	-	-	-	-	-		-
Total Egresos	(1,007.6)	(526.4)	(1,927.5)	(1,724.2)	(139.8)	(315.0)	(66.5)	(590.4)	(6,297.3)
Utilidad (pérdida) Neta	**(537.6)**	**(82.5)**	**(248.8)**	**(521.4)**	**(93.0)**	**(61.3)**	**(44.0)**	**16.8**	**(1,571.7)**

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

BALANCE GENERAL DE KADIMA HOLDINGS, S.A. (EN MILES DE B/.)

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

KADIMA HOLDINGS, S.A.	dic.-17	dic.-18	dic.-19	dic.-20
Activos				
Efectivo	-	2,500.0	9,795.0	14,225.0
Cuentas por cobrar Accionistas	-	-	34,929,687.0	38,425,459.0
Activos Corrientes	-	2,500.0	34,939,482.0	38,439,684.0
Total de Activos	**-**	**2,500.0**	**34,939,482.0**	**38,439,684.0**
Pasivo				
Pasivos corrientes				
Cuentas por Pagar	8,678.0	-	4,625,877.0	2,956,550.0
Total Pasivo Corriente	**8,678.0**	**-**	**4,625,877.0**	**2,956,550.0**
Pasivo no corriente				
Cuentas por pagar, partes relacionadas	38,841.0	.		
Bonos Corp Rotativos			30,327,661.0	35,512,364.0
Cuentas por pagar, Accionistas		5,223.0		
Total de Pasivo no corriente	**38,841.0**	**5,223.0**	**30,327,661.0**	**35,512,364.0**
Total Pasivo	**47,519.0**	**5,223.0**	**34,953,538.0**	**38,468,914.0**
Posición de los Accionistas				
Capital en acciones	10,000.0	10,000.0	10,000.0	10,000.0
Suscripción por Cobrar	(10,000.0)	-	-	
Déficit Acumulado	(47,519.0)	(12,723.0)	(24,056.0)	(39,230.0)
Total de Posición de los Accionistas	**(47,519.0)**	**(2,723.0)**	**(14,056.0)**	**(29,230.0)**

ESTADO DE RESULTADOS DE KADIMA HOLDINGS (EN MILES DE B/.)

KADIMA HOLDINGS, S.A.	dic.-17	dic.-18	dic.-19	dic.-20
Ingresos Totales	-	-	**-**	**-**
Gastos generales y administrativos		-		
Honorarios profesionales	15,419.0	-	(10,574.0)	(14,432.0)
Comisión por estructuración de bonos	32,100.0	-	-	
Impuestos	-	-	(759.0)	(742.0)
Total de gastos generales y administrativos	47,519.0	-	(11,333.0)	(15,174.0)
Pérdida Neta	**(47,519.0)**	**-**	**11,333.0**	**15,174.0**

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