KADIMA HOLDINGS

Panamá, 19 de diciembre del 2022

Licenciado
Julio Javier Justiniani
Superintendente
SUPERINTENDENCIA DEL MERCADO DE VALORES
Ciudad

Estimado Licenciado Justiniani:

En referencia a los establecido en el artículo 4 del Acuerdo No. 3-2008, Texto Único del 31 de marzo del 2008, modificado por el Acuerdo No. 2-2012, emitidos por la Superintendencia del Mercado de Valores de Panamá, en relación con los eventos que constituyen hechos de importancia, por medio de la presente les notificamos que **Pacific Credit Rating (PCR)**, basado en los estados financieros no auditados al 30 de junio del 2022, ratificó las calificaciones de Kadima Holdings, S.A., para su Programa Rotativo de Bonos Corporativos, como sigue:

- **PA A- ESTABLE**, al Programa Rotativo de Bonos Corporativos de hasta US$90,000,000.00 aprobado mediante Resolución SMV No. 472-18 del 16 de octubre del 2018, modificada mediante la Resolución SMV 52-19 del 11 de febrero del 2019.

Adjunto a la presente sírvanse encontrar informe emitido por PCR, en donde se asignan la calificación descrita.

Sin otro particular, quedamos de ustedes,

Cordialmente

KADIMA HOLDINGS, S.A.

Jimmy R. Yohoros A.
Gerente General

PCR PACIFIC CREDIT RATING

"Prestigio, Calidad y Respuesta Ágil"

KADIMA HOLDINGS, S.A.

Comité No. 124/2022	
Informe con EEFF no auditados al 30 de junio de 2022	Fecha de comité: 9 de diciembre de 2022
Periodicidad de actualización: Semestral	Sector Inmobiliario / Panamá

Equipo de Análisis

José Ponce
jponce@ratingspcr.com

Donato Rivas
drivas@ratingspcr.com

(502) 6635-2166

HISTORIAL DE CALIFICACIONES

Fecha de información	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-21	dic-21	Jun-22
Fecha de comité	04/10/2018	12/12/2019	18/09/2020	07/05/2021	14/01/2022	29/04/2022	9/12/2022
Programa Rotativo de Bonos Corporativos	PAA-	PAA-	PAA-	PAA-	PAA-	PAA-	PAA-
Perspectivas	Estable	Estable	Negativa	Negativa	Negativa	Estable	Estable

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

En comité de calificación de riesgo, PCR mantiene la calificación de PAA- al **Programa Rotativo de Bonos Corporativos** de Kadima Holding, S.A. y mantiene la perspectiva **'Estable'** con información al 30 de junio de 2022. La calificación se fundamenta en el incremento de los ingresos por alquiler de las empresas inmobiliarias, cumpliendo en su función de vehículo financiero para el pago de la emisión, derivado de la otorgación de crédito a las empresas relacionadas, ocasionando una mejora de los niveles de cobertura sobre los gastos financieros, siendo capaces de cubrir con sus obligaciones, así como la disminución de la pérdida neta de las compañías relacionadas como consecuencia de las condiciones del mercado. La calificación también considera los ajustados niveles de liquidez, el apropiado respaldo de las garantías sobre la emisión y el soporte del grupo en el sector inmobiliario.

Perspectiva

Estable

Resumen Ejecutivo

Incremento en los ingresos consolidados 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 30 de junio de 2022, los ingresos consolidados de las empresas relacionadas a Kadima Holdings, S.A. totalizaron B/. 2.9 millones, reflejando un considerable crecimiento interanual de B/. 1.4 millones (+86.4%), como consecuencia de un incremento en los ingresos por alquileres, a pesar de una disminución en los descuentos y devoluciones. De esta manera se puede observar que la recuperación de los ingresos consolidados se debe gracias a las estrategias implementadas por las inmobiliarias de otorgar menos descuentos y el cobro recurrente de los alquileres por los bienes inmuebles arrendados. Con el alza en los ingresos, se pueden observar la recuperación de los impactos de la pandemia en el sector inmobiliario a la fecha de análisis, lo cual ha ayudado a la generación de ingresos de las empresas relacionadas. Se espera una moderara recuperación en el año 2022 como consecuencia de la reactivación económica del país, principalmente en el sector inmobiliario.

Adecuada cobertura sobre la amortización de la emisión. Es importante destacar que, a la fecha de análisis, se observó una recuperación en la cobertura real sobre los gastos financieros generados por la emisión de bonos, situándose por encima de 1 veces, no obstante, al considerar todo el pago de la deuda, la cobertura sobre el servicio de deuda se encuentra ajustada a 1 veces. 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. Se espera una mayor recuperación durante el año 2022 como consecuencia de la reactivación del sector inmobiliario y la economía panameña en general, pero a la fecha de análisis se concluye que las coberturas son adecuadas para el pago de sus obligaciones.

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 estará garantizado 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/. 60.6 millones, lo que representa el 67.3 % de la emisión (B/.90 millones), que a la fecha de análisis la emisión de bonos totalizaba B/. 37.3 millones. Es importante mencionar que, la cobertura del valor de los bienes inmuebles dados en garantía cubre en un 162.5% el total de la emisión colocada a la fecha de análisis.

Ajustados niveles de liquidez. Para la fecha de análisis, la liquidez corriente de las inmobiliarias se mostró levemente por debajo en comparación del año 2021 (0.8 veces) dando un resultado de 0.7 veces. De esta manera, se puede observar que las inmobiliarias han reflejado ajustados niveles de liquidez en los últimos años como consecuencia de los efectos de la pandemia, pero siendo capaces de cubrir con sus obligaciones en el corto plazo. Adicional a lo anterior, las inmobiliarias han presentado ajustados niveles de liquidez desde el año 2020 derivado de la crisis económica a nivel mundial. Se puede concluir que el consolidado de empresas relacionadas cuentan con niveles de liquidez ajustados, suficientes para hacer frente a sus obligaciones en el corto plazo y denotando una recuperación de los efectos de la pandemia COVID 19, donde se espera que a inicios del año 2023 se pueda contar con valores de liquidez por encima de 1 veces. Adicional a pesar de observarse una leve reducción en el efectivo a fin de año, el mismo sigue siendo positivo a la fecha de análisis.

Reducción en las pérdidas presentadas por las empresas relacionadas. La pérdida neta consolidada de las empresas relacionadas a la fecha de análisis fue de B/. 281.2 miles, siendo menor a la pérdida registrada al cierre del año 2021 (B/. 660.3 miles), como consecuencia de que los gastos son mayores a los ingresos. El resultado negativo en las utilidades es consecuencia de la sumatoria de pérdidas netas en las empresas relacionadas, ya que solo una empresa relacionada reflejó utilidades. Se puede observar que la pandemia ha afectado a las inmobiliarias en la generación de utilidades, manteniendo una tendencia a la baja desde el año 2020. Sin embargo, a junio 2022, se puede observar una disminución en la pérdida neta consolidada como consecuencia de la recuperación económica del país y de los diferentes sectores que la conforman.

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.

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.

Factores Clave

Los factores que podrían mejorar la calificación son:

- Incremento sostenido en la generación de ingresos y los niveles de rentabilidad consolidados en las inmobiliarias.
- Aumento sostenido en los niveles de solvencia.

Los factores que podrían desmejorar la calificación son:

- Mantener la tendencia a la baja en los niveles de liquidez.
- Disminución de las coberturas sobre gastos financieros.

Limitaciones a la Calificación

- **Limitaciones encontradas**: No se encontró ninguna limitación con la información proporcionada.
- **Limitaciones potenciales: (Riesgos Previsibles):** Se percibe la falta de certeza económica derivado de los impactos de la pandemia COVID-19 en los últimos dos años, principalmente en el sector inmobiliario. Se espera una moderada recuperación en los siguientes años como consecuencia de las medidas implementadas por parte de las autoridades gubernamentales en cuanto al levantamiento de restricciones del aforo permitido y los planes de reactivación económica, incluyendo el programa de vacunación.

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 no auditados al 30 de junio de 2022 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.

Hechos Relevantes

- En octubre de 2022, la empresa realizó la notificación a la SMV de Panamá que el 25 de noviembre de 2022 estará realizando la redención parcial anticipada de la serie Q del Programa de Bonos.

Contexto Económico

La economía mundial se ha ralentizado a inicios del año 2022, a medida que va avanzando las nuevas variantes del COVID-19 los países han tomado nuevamente las restricciones a la movilidad. Así como el encarecimiento de la energía, combustibles, y materias primas por causa de los factores geopolíticos entre Rusia y Ucrania, que podrá tener un impacto en la inflación y en las economías de la región de Latinoamérica. Se prevé que el crecimiento mundial se modere de 4.4% en 2022 y las proyecciones de crecimiento para Latinoamérica oscilan entre 2.9% en promedio, lo que implica una desaceleración respecto de la recuperación observada en 2021. Se anticipa que los efectos de la inflación, los desafíos de la cadena de suministros a nivel global, podrá limitar la recuperación de la actividad económica. De tal forma, se estima que continúe el aumento en la inflación debido a los cortes en las cadenas de suministros y los altos precios de energía/combustibles en el transcurso del 2022. Derivado de lo anterior, es importante que los países inicien y diseñen nuevas reformas con el fin de incrementar la inversión y promover el capital humano, y así poder revertir la desigualdad de ingresos y poder hacer frente a los desafíos en los que se encuentra actualmente la economía global.

Para la región de América Latina y el Caribe, según La Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), en 2021 se presentaron presiones inflacionarias en la mayoría de los países de la región, especialmente el comportamiento de los precios en los sectores de alimentos y energía, también el tipo de cambio será fundamental para explicar la dinámica futura de los precios en los diferentes países de la región.; las proyecciones indican que estas se mantendrán en 2022. Los bancos centrales estiman que los niveles de inflación estarán por encima de las metas ya establecidas y la perspectiva es de un crecimiento moderado que repuntará inferior al 2% en 2022, después de haber crecido más de un 6% en 2021. El aumento en las tasas de interés puede reducir las actividades de inversión y el desarrollo de empleo, generando un desempeño moderado en la economía.

Según el Banco Mundial, Panamá cuenta con el desafío de reactivar el crecimiento y garantizar que los beneficios también lleguen a las zonas rurales. Uno de los sectores más importantes para la economía panameña es el de construcción, mostrando una recuperación desde el año anterior, pero aún se encuentra por debajo del nivel que se encontraba antes de pandemia. Por otra parte al primer trimestre de 2022, los sectores económicos que presentaron un incremento mayor fueron las actividades comunitarias, sociales y personales de servicios (+139.5%), hoteles y restaurantes (+81.1%), comercio por mayor y por menor (+26.9%), construcción (+21.4%), actividades inmobiliarias, empresariales y alquiler (+16.7%) y transporte, almacenamiento y comunicaciones (+13.7%) y en menores variaciones se encuentran los sectores como pesca (+9.3%), suministro de electricidad gas y agua (9.4%) e industrias manufactureras (+2.9%). Cabe destacar que muchos de estos sectores económicos siguen en un periodo de recuperación económica. Por otra parte, el sector que continuó con una tendencia negativa es el de enseñanza privada (-5.0%), lo cual demuestra que la mayoría de los sectores económicos que componen el PIB de Panamá se encuentran en crecimiento y en recuperación.

Para el mes de abril 2022, el índice mensual de actividad económica (IMAE) registro un crecimiento de +6.20%, en comparación de abril 2021. De igual manera, el índice mensual de actividad económica (IMAE) acumulado de enero a abril 2022, presentó un aumento de +11.19% en comparación del mismo período del año 2021. Esto representa un comportamiento positivo en la economía panameña, mostrando un proceso de recuperación tras el impacto de la pandemia COVID-19.

La perspectiva para el 2022 es la continua recuperación de los sectores económico, especialmente de los más afectados como construcción y turismo, de la mano del proceso de vacunación, la atracción de nuevas inversiones para generar nuevos empleos, así como la reactivación y la atracción de los turistas hacia el país. Por otro lado, se espera darle continuidad a las políticas que permitan estimular la recuperación económica y a reforzar las reformas sociales para garantizar el crecimiento observado en el país, especialmente en la recuperación de actividades comerciales y económicas, sobre la micro y pequeñas empresas.

Contexto Sector

Al primer trimestre de 2022, según datos publicados por el Instituto Nacional de Estadística y Censo de Panamá (INEC), el sector de construcción presentó un crecimiento interanual de 21.4%, posicionándose en B/.1,294 millones en comparación a lo registrado a marzo de 2021 (B/.1,065 millones). El comportamiento de este sector se obtiene como resultado de la relajación en las medidas sanitarias en junio de 2021, que permitió la reactivación de las obras de construcción a nivel nacional al ver avances favorables en el programa de vacunación y mitigación de la pandemia. El desempeño de la actividad desarrolladora se vio fuertemente impulsada tanto en obras públicas como privadas.

Las actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler en el año registraron un aumento positivo de 16.7%, debido a la activación económica al observar la mitigación lograda con la pandemia del coronavirus que impactó la economía nacional y a cada uno de los componentes de esta categoría. En el periodo actual las autoridades sanitarias establecieron medidas que permiten continuar con los proyectos que estuvieron detenidos hasta junio de 2021, con el objetivo de reactivar la economía y el desarrollo de proyectos, así como el incentivo en la inversión pública para obras de infraestructura pública y privada.

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 acciones que ha impulsado el gobierno para la reactivación económica en todos los sectores. Entre ellas ha emitido leyes y decretos que facilitan la buena inversión, como la ley Emma (de sede de multinacionales), asimismo, la ley de arrendamiento financiero de bienes inmuebles, y también la aprobación de seis nuevas zonas francas.

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 30 de junio de 2022 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:

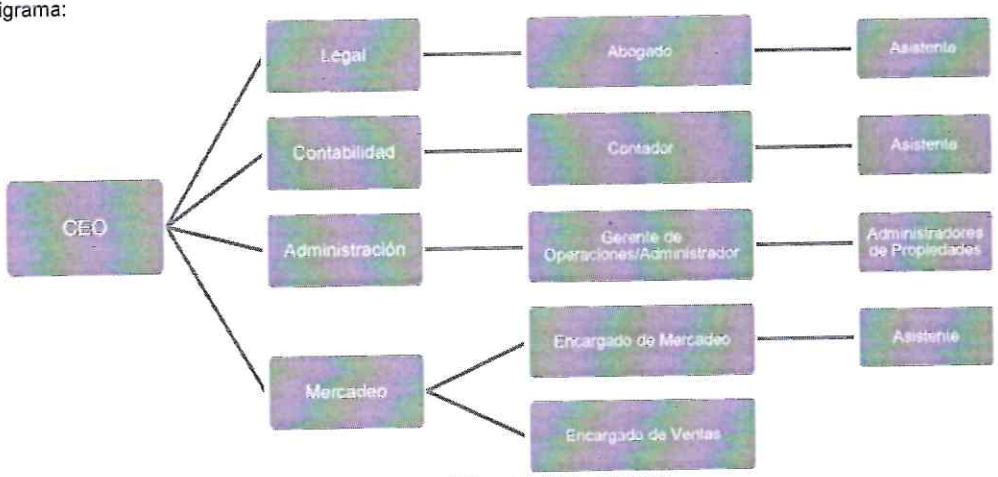
JUNTA DIRECTIVA	
Nombre	**Cargo**
Jimmy Raymond Yohoros Abadi	Presidente
Eric Daizen Endara Saiga	Vicepresidente
Diego Herrera Dutari	Secretario
Morris Ezra Hefeitz Sasson	Tesorero

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

Salvo que la Junta Directiva disponga algún cambio, 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.

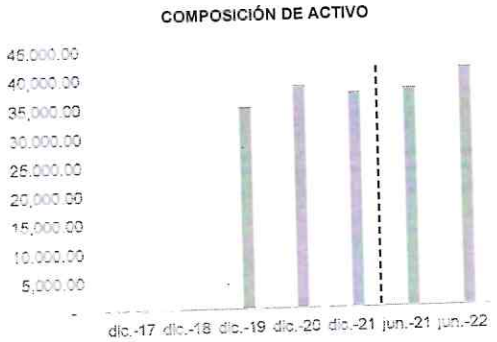
Análisis Financiero Kadima Holdings, S.A.

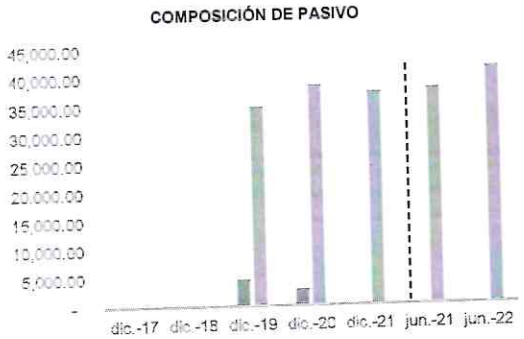
El Emisor, Kadima Holdings, S.A., es una empresa recientemente creada con el único fin de ser el emisor de deuda para poder otorgar facilidades crediticias a empresas relacionadas, las cuales no consolidan con el emisor por no ser subordinadas del mismo. PCR revisó cuatro periodos de estados financieros auditados partiendo del año 2017 al 2020, por lo cual 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

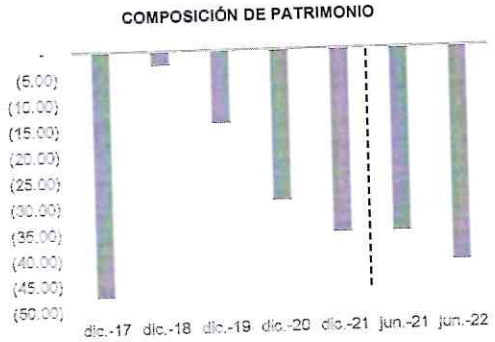
Al 30 de junio de 2022, producto de la Emisión Pública de Bonos Corporativos Rotativos, autorizados por la BVP[1] a la fecha de análisis se encuentran emitidos los suplementos A, B, C, D, E, G, H, I, J, K, L, M, N, O, P y Q para cubrir los flujos de las empresas relacionadas, reflejándose en sus Estados Financieros con cambios significativos en el crecimiento de Activos y Pasivos. Por lo tanto, el activo del Emisor totalizó por B/. 41.2 millones incrementando en B/. 3.5 millones (+9.3%.) en comparación del año anterior (junio 2021: B/. 37.7 millones), el cual se encuentra compuesto por B/. 41.2 millones en cuentas por cobrar a partes relacionadas (99.98%) y B/. 6.3 miles en efectivo (0.02%).

Aunado a ello, el pasivo totalizó B/. 41.3 millones mostrando un incremento de +9.3% (+B/. 3.5 millones) en comparación del período anterior (junio 2021: B/. 37.8 millones) y se encuentra compuesto en un 100% por bonos corporativos rotativos, los cuales cuentan con una programación de pago y fecha de vencimiento en porción no corriente. Por su parte, el patrimonio permanece en saldos negativos durante el período de análisis, compuesto por B/. 10 miles en capital en acciones, dividido en 500 acciones comunes suscritas y pagadas, así como B/. 51.4 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, totalizando pérdidas por -B/.5.9 miles.





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



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 30 de junio de 2022, 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.

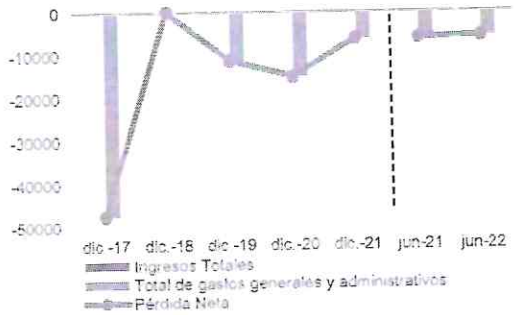
[1] Bolsa de Valores de Panamá.

ESTADO DE RESULTADOS A JUNIO DE 2022
KADIMA HOLDINGS, S.A. (EN B/.)

KADIMA HOLDINGS, S.A. Gastos generales y administrativos	dic.-17	dic.-18	dic.-19	dic.-20	dic.-21	jun-21	jun-22
Honorarios profesionales	15,419.00	-	-10,574.00	-14,432.00	-6,270.00	- 6,270.00	- 5,894.00
Comisión por estructuración de bonos	32,100.00	-	-	-	-	0	0
Impuestos	-	-	-759	-742	-	0	0
Total de gastos generales y administrativos	47,519.00	-	-11,333.00	-15,174.00	-6,270.00	- 6,270.00	- 5,894.00
Pérdida Neta	**-47,519.00**	**-**	**-11,333.00**	**-15,174.00**	**-6,270.00**	**- 6,270.00**	**- 5,894.00**

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

EVOLUCIÓN DE LOS INGRESOS Y GASTOS



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:

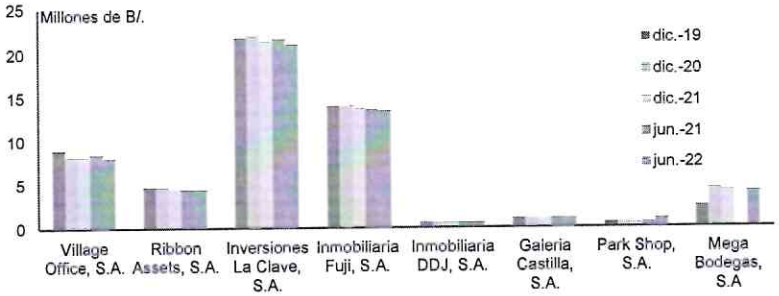
Activos

Al 30 de junio de 2022, los activos consolidados de las ocho (8) empresas relacionadas ascendieron a B/. 53.3 millones, mostrando un incremento de B/. 3.2 millones (+6.29%) comparado al mismo periodo del 2021 (junio 2021: B/. 50.2 millones). Esto último como consecuencia de una recuperación en los activos no corrientes de B/. 3.2 millones (+6.46%), aunado a un leve aumento en los activos corrientes en B/. 560.21 miles (+0.04%).

Es importante mencionar que, la estructura total de activos está compuesta principalmente por los activos no corrientes en 97.5% y los activos corrientes representan el 2.5% restante. En cuanto a la participación de cada una de las subsidiarias dentro del total de activos, la más representativa es Inversiones La Clave, S.A. con un 39.4%, seguido de Inmobiliaria Fuji, S.A. con 25.1%. Village Office, S.A. con el 15.1%, Ribbon Assets, S.A. con 8.3%, Mega Bodegas, S.A. con 7.5%, Galería Castilla, S.A. con 1.8%, Park Shops con 1.8% e Inmobiliaria DDJ con 1.0%. Las tres principales empresas representan el 79.6% (B/. 42.4 millones) del total de activos y el restante 20.4% (B/. 10.8 millones) está conformado por el resto de las empresas relacionadas.

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. Derivado de lo anterior se puede observar que, las cuentas que tienen una mayor influencia en el resultado consolidado son las propiedades de inversión con B/. 45.9 millones (86.2%) 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 JUNIO 2022 (MILES DE BALBOAS)

	Activos (Miles de Balboas)								
	Village Office, S.A.	Ribbon Assets, S.A.	Inversiones La Clave, S.A.	Inmobiliaria Fuji, S.A.	Inmobiliari a DDJ, S.A.	Galeria Castilla, S.A.	Park Shop, S.A.	Mega Bodegas, S.A	Suma Total
Efectivo	58.2	10.0	60.5	104.4	3.8	25.9	44.7	121.2	428.7
Cuentas por cobrar	68.2	28.4	220.5	275.5	15.0	8.8	9.4	-	625.7
Gastos e Impuestos pagados por anticipado	129.6	6.7	4.5	34.9	-	-	2.1	-	177.8
Otros activos	-	-	6.0	11.2	-	4.3	-	52.3	73.9
Impuestos pagados por anticipado	-	-	-	-	7.7	-	-	-	7.7
Activo Corriente	**256.0**	**45.1**	**291.5**	**425.9**	**26.5**	**39.0**	**56.2**	**173.6**	**1,313.8**
Activo fijo	-	-	-	-	-	-	-	1,255.7	1,255.7
Propiedades de Inversión, Neta	7,555.9	4,299.8	20,580.8	11,894.0	525.5	660.3	432.2	-	45,948.6
Inversión en Acciones	-	-	-	10.0	-	-	-	-	10.0
Vehículos, Mobiliarios y Enseres, Neto	-	85.3	-	8.8	0.1	-	-	-	94.2
Cuentas por cobrar, partes relacionadas	-	4.1	-	1,059.6	1.3	227.9	449.0	-	1,741.9
Otros activos	215.1	6.4	141.6	-	-	8.6	-	2,577.4	2,949.1
Activo No Corriente	**7,771.0**	**4,395.7**	**20,722.4**	**12,972.4**	**527.0**	**896.8**	**881.2**	**3,833.1**	**51,999.5**
Total Activo	**8,027.0**	**4,440.7**	**21,013.9**	**13,398.3**	**553.4**	**935.8**	**937.5**	**4,006.6**	**53,313.3**

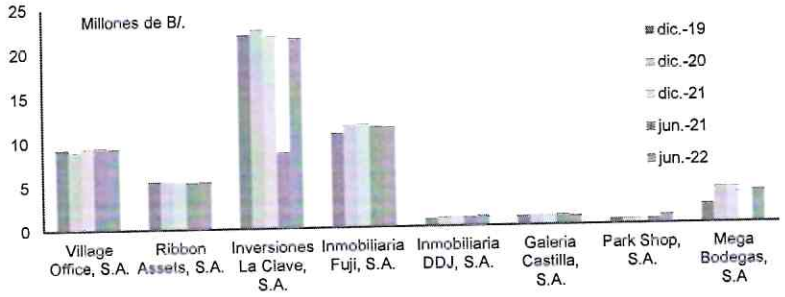
Fuente: Kadima Holdings, S.A. / **Elaboración:** PCR

Pasivos

Para la fecha de análisis, los pasivos consolidados de las compañías relacionadas ascendieron a B/. 54.5 millones, siendo mayores en B/. 17.1 miles (+45.9%) respecto a lo registrado en el periodo anterior (junio 2021: B/. 37.4 millones). Producto de la emisión de bonos, dado que la composición de fuentes de fondeo principalmente son los Bonos Corporativos Rotativos, con el 85.6%, las cuentas por pagar a accionistas en 8.15 y las obligaciones bancarias con 0.4%, producto de la cancelación de la mayoría de los créditos otorgados. Las cuentas por pagar a los accionistas del grupo 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 cuanto a la estructura total de los pasivos, esta se encuentra conformada principalmente por los pasivos no corrientes en 96.5% (B/. 52.6 millones) y los pasivos corrientes representan 3.5% (B/. 1.9 millones). Por otra parte, la empresa relacionada que tuvo una mayor participación al igual que en años anteriores fue inversiones La Clave con 39.3%, Inmobiliaria Fuji, S.A. con 20.7%, Village Office, S.A. con 17.1%, Ribbon Assets, S.A. con 9.9%, Mega Bodegas, S.A. con 7.2%, Inmobiliaria DDJ con 2.0%, Galería Castilla con 1.9%, y Park Shop, S.A. con un 1.8%. Derivado de lo anterior y, al igual que en años anteriores, se puede observar una concentración en las tres empresas relacionadas principales con un total de 77.2% y las restantes cinco compañías representan el 22.8% restante.

PASIVOS TOTALES POR EMPRESA RELACIONADA



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

COMPOSICIÓN DE PASIVOS A JUNIO 2022 (MILES DE BALBOAS)

	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
Cuentas por Pagar	9.7	42.3	49.1	58.6	4.3	1.9	0.4	64.6
Cuentas por Pagar, Partes Relacionadas	-	-	102.1	266.9	-	-	-	-
Cuentas por pagar intereses diferido	-	-	-	-	48.5	-	-	-
Cuentas por Pagar, Accionistas	-	-	-	-	-	-	-	-
Obligaciones Bancarias	-	-	-	-	-	-	450.0	-
Gastos e Impuestos Acumulados por Pagar	3.6	2.0	11.7	(188.8)	(0.1)	0.8	0.9	-
Depósitos Recibidos en Garantía	-	85.3	440.8	150.2	4.5	25.7	14.6	186.1
Ingresos no ganados	-	(0.0)	-	-	-	-	-	-
Caja seguro social por pagar	-	0.4	1.3	-	-	-	-	-
Anticipos Recibidos de Clientes	(1.1)	2.3	25.6	2.8	0.4	0.0	-	-
Retenido por pagar	-	-	-	-	-	8.8	-	-
Otros Pasivos	6.1	-	-	2.8	-	-	-	0.7
Pasivo Corriente	**18.4**	**132.2**	**630.5**	**292.6**	**57.6**	**37.1**	**465.8**	**251.4**
Obligaciones Bancarias	244.9	-	-	-	-	-	-	-
Cuentas por Pagar, Partes Relacionadas	8,293.0	5,191.5	17,282.3	9,799.1	1,036.1	989.0	487.5	3,687.1
Cuentas por Pagar, Accionistas	570.7	0.1	3,021.2	994.8	-	-	37.5	-
Intereses diferidos	-	70.8	318.3	-	-	0.1	-	-
Otros Pasivos	68.2	28.5	238.2	236.8	6.0	-	2.2	5.8
Pasivo No Corriente	**9,176.9**	**5,291.0**	**20,860.1**	**11,030.7**	**1,042.0**	**989.0**	**527.2**	**3,692.9**
Total Pasivo	**9,195.3**	**5,423.1**	**21,490.6**	**11,323.3**	**1,099.7**	**1,026.1**	**993.0**	**3,692.9**

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

Patrimonio

A junio de 2022, las empresas relacionadas, presentaron un patrimonio negativo producto de pérdidas netas, y déficit acumulado, excepto por Inmobiliaria Fuji con un patrimonio positivo de B/.2.1 millones y Mega Bodegas con un patrimonio de B/.62.3 miles, esto, a consecuencia de utilidades retenidas de periodos anteriores a comparación del resto de empresas relacionadas. Derivado de lo anterior, el consolidado de las empresas relacionadas resultó negativo para el periodo de análisis en -B/. 1.2 millones y reflejando una reducción significativa de B/. 578.1 miles (-95.7%) en comparación del año anterior (junio 2021: B/. 604.1 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 respectivamente.

COMPOSICIÓN DE PATRIMONIO A JUNIO 2022 (MILES DE BALBOAS)

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.	Galería 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
Utilidad (Déficit) Acumulado	(1,116.3)	(791.4)	(455.1)	2,097.0	(495.7)	(99.6)	(80.2)	(52.4)	(993.7)
Utilidades retenidas del período	-	(158.9)	-	-	-	-	-	(40.5)	(199.5)
Utilidad Neta	(75.3)	(42.1)	(31.6)	(32.0)	(60.5)	(5.8)	14.7	-	(232.7)
Total patrimonio	**(1,168.2)**	**(982.4)**	**(476.7)**	**2,075.0**	**(546.2)**	**(90.4)**	**(55.6)**	**62.3**	**(1,182)**

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

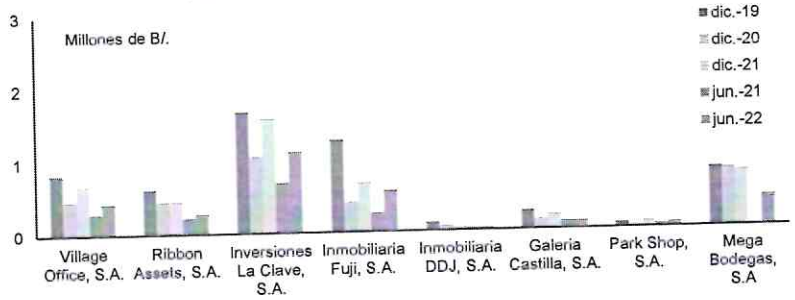
Resultados Financieros

Ingresos

Al 30 de junio de 2022, los ingresos consolidados de las empresas relacionadas a Kadima Holdings, S.A. totalizaron B/. 2.9 millones, reflejando un crecimiento interanual de B/. 1.4 millones (+86.4%) como consecuencia de un incremento significativo en los ingresos por alquileres (+74.9%). En cuanto a los otros ingresos por mantenimiento, estos presentaron un incremento interanual de B/. 108.5 miles (+29%), cabe resaltar que a la fecha de análisis aún no se reflejan ingresos por asesoría, una tendencia observada en los últimos años. Al cierre del primer semestre de 2022, se puede observar una recuperación en los ingresos por alquiler de las inmobiliarias como resultado de la recuperación económica y la reactivación del mercado inmobiliario.

Cabe mencionar que los ingresos por alquiler representan la fuente importante de ingresos, seguido de ingreso por mantenimiento. 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 37.8%, seguido de Inmobiliaria Fuji con 19.0%, luego Village Office con 14.6%, Mega Bodegas con 14%, Ribbon Assets con 8.9%, Galería Castilla con 3.2%, Park Shop con 1.8%, y el restante 0.7% para Inmobiliaria DDJ.

INGRESOS TOTALES POR EMPRESA RELACIONADA



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

COMPOSICIÓN DE INGRESOS A JUNIO 2022 (MILES DE BALBOAS)

Ingresos	Village Office, S.A.	Ribbon Assets, S.A.	Inversiones La Clave, S.A.	Inmobiliaria Fuji, S.A.	Inmobiliaria DDJ, S.A.	Galería Castilla, S.A.	Park Shop, S.A.	Mega Bodegas, S.A	Suma Total
Ingresos por Alquiler	382	208.1	1,158.40	724.5	21.6	88.8	58.5	414.6	3,056
Ingresos por Asesoría	-	-21.6	-	-	-	-	-		-21.6
Ingresos por Mantenimiento	-	23.9	110.1	-	-	5.9	-		139.9
Exentos		51.6							
Devoluciones y Descuentos	-13	-	-159.3	-164	-	-1.4	-5.8		-343.5
Otros Ingresos	61.1	0.1	6.9	0.2	-	-	-		68.2
Total de Ingresos	**430.1**	**262.2**	**1,116.00**	**560.7**	**21.6**	**93.3**	**52.8**	**414.6**	**2,951**

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

Gastos

A junio 2022, los gatos totales consolidados de las empresas relacionadas totalizaron B/. 3.1 millones, mostrando un incremento interanual de B/. 868.5 miles (+38.9%), conformados principalmente por los gastos generales y administrativos. Es importante mencionar que debido a que la mayoría de las empresas relacionadas reportaron perdidas, a excepción de Park Shops, S.A. Por su parte, las empresas relacionadas no tuvieron gastos de impuestos sobre la renta en el período de análisis.

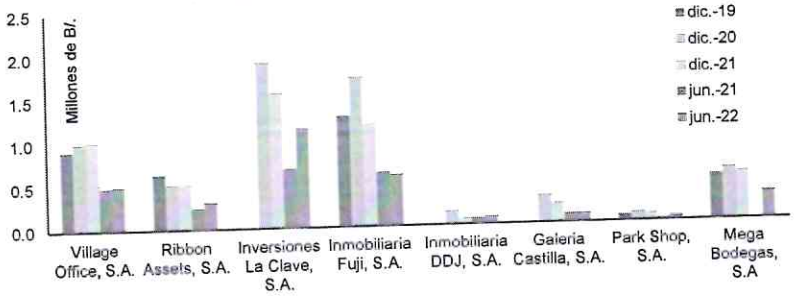
En cuanto a la estructura de gastos, Inversiones La Clave, S.A. fue la empresa relacionada que reflejó la mayor participación sobre el monto total consolidado, representando un 37% del total, seguido de Inmobiliarias Fuji, S.A. con 19.1%, Village offices, S.A. con 16.4%, Mega Bodegas con 10.4%, Ribbon Assets con 9.9%, Galería Castilla con 3.2%, Inmobiliaria DDJ, S.A. con 2.6% y el restante 1.4% con Park Shop, S.A.

COMPOSICIÓN DE GASTOS A JUNIO 2022 (MILES DE BALBOAS)

Gastos	Village Office, S.A.	Ribbon Assets, S.A.	Inversiones La Clave, S.A.	Inmobiliaria Fuji, S.A.	Inmobiliaria DDJ, S.A.	Galería Castilla, S.A.	Park Shop, S.A.	Mega Bodegas, S.A	Suma Total
Gastos generales y de administración	(264.8)	(239.6)	(566.6)	(221.3)	(33.6)	(39.1)	(20.3)	(166.7)	**(1,552)**
Intereses Financieros	(7.7)	(66.1)	(581.2)	(377.8)	(48.5)	(60.1)	(24.3)	(155.1)	**(1,32)**
Total Egresos	**(509.3)**	**(305.8)**	**(1,147.8)**	**(592.7)**	**(82.1)**	**(99.2)**	**(44.5)**	**(321.8)**	**(3,103)**

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

EGRESOS TOTALES POR EMPRESA RELACIONADA



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

Utilidad Neta

La Pérdida Neta consolidada de las empresas relacionadas fue de B/. 281.2 miles, mostrando una mejora interanual de B/. 379.13 miles (+57.4%) en comparación del mismo mes del año anterior (junio 2021: -B/. 660.3 miles) como consecuencia de que los gastos son mayores a los ingresos y solo una de las relacionadas Park Shop, S.A. reflejó una utilidad. El resultado negativo en las utilidades es consecuencia de la sumatoria de Pérdidas Netas en todas las empresas relacionadas siendo Village Office con -B/.75.3 miles la que mayor pérdida presentó, derivada de la serie subordinada a junio 2022 por un monto de B/.182 miles, razón principal de la pérdida en esta empresa, cabe resaltar que esta empresa es una de las más representativas.

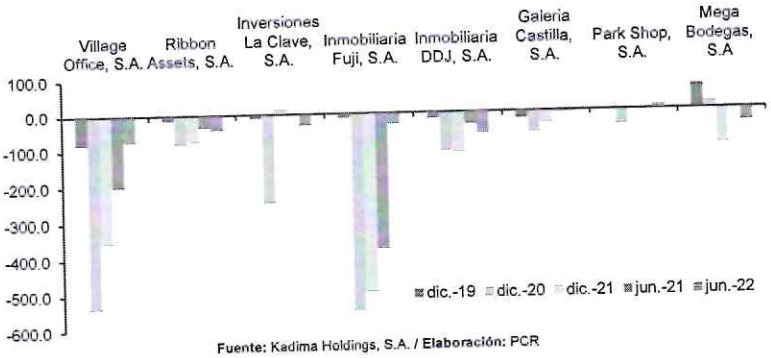
Luego las dos empresas más representativas como Inmobiliaria Fuji que resulto con una pérdida de -B/. 32 miles, la pérdida hace referencia al pago de la serie B, cabe resaltar que se está considerando reestructurar los pagos de amortizaciones de la misma, aunado al pago de la serie subordinada a junio 2022 por un monto de B/.266.9 miles como causa principal. Por su parte se considera el aumento en servicios profesionales por B/. 11.7 miles. Cabe resaltar que en esta empresa se están reemplazando algunos clientes que fueron golpeados por la pandemia por nuevos clientes. Y seguido de Inversiones La Clave, S.A. con -B/. 31.6 miles, donde la pérdida hubo reparaciones extraordinarias en los techos y sistemas contra incendios, aumentando los costos en B/. 34.6 miles, aunado al costo de las comisiones pagadas y servicios por B/.24.5 miles y una depreciación acumulada de B/.40 miles. Por su parte, fueron afectados por el aumento de la tasa libor con un alza de 1.31 a la fecha de análisis para la serie E.

Luego Inmobiliaria DDJ, S.A. con -B/. 60.5 miles, Ribbon Assets, S.A. con -B/. 43.6 miles, Mega Bodegas, S.A. con -B/. 40.5 miles, Inmobiliaria Fuji, S.A. con y Galería Castilla, S.A. con -B/. 5.8 miles. Por otra parte, Park Shop, S.A. presentó una utilidad de B/. 8.2 miles.

Cabe resaltar que para las perspectivas de las 3 empresas principales se espera una recuperación para fin de año y para inicios de 2023, para Inversiones la Clave, S.A. se espera finalizar el año con una ganancia neta, ya que se están realizando inversión en Paneles Solares por B/.95 miles, con el fin de reducir el gasto de la energía eléctrica, para minimizar los gastos y para el 2023 se espera mantener constante la ganancia de 2022 y contemplar la adquisición de nuevos clientes.

Para Inmobiliaria Fuji, S.A. se están reemplazando clientes que fueron golpeados por la pandemia por nuevo clientes, en esta empresa se observó una recuperación interanual a la fecha de análisis y se espera que esta recuperación se mantenga en 2023. Por último, para Villages Offices, S.A. se espera completar su ocupación al 100% en 2023 para incrementar los ingresos de la misma, cabe resaltar que a la fecha de análisis su ocupación es del 98%.

UTILIDADES NETAS CONSOLIDADAS



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

COMPOSICIÓN DE UTILIDADES A JUNIO 2022 (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 Bodega sS.A.	Suma Total
Ingresos	**430.1**	**262.2**	**1,116.0**	**560.7**	**21.6**	**93.3**	**52.8**	**414.6**	**2,951.2**
Total de Gastos	-505.34	-305.76	-1,147.60	-592.71	-82.10	-99.17	-44.53	-321.75	-3,098.97
Utilidad (Pérdida) Neta	(75.3)	(43.6)	(31.6)	(32.0)	(60.5)	(5.8)	8.2	(40.5)	(281.2)

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

Indicadores de Rentabilidad

MARGENES DE UTILIDAD A JUNIO 2022 (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	Total
Margen Bruto	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
Margen operativo	38.4%	8.6%	48.9%	60.5%	-92.1%	91.2%	65.2%	59.8%	31.5%
Margen neto	-17.5%	-16.6%	-2.8%	-5.7%	-280.5%	-6.2%	15.6%	-9.8%	-44.8%

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

Derivado de la pérdida del periodo, a excepción de Inversiones Park Shop, S.A., todas las empresas relacionadas al emisor Kadima S.A. reflejaron un ROA y ROE negativo. En cuanto a la eficiencia operativa sobre los gastos, el total de empresas consolidadas mostraron un resultado consolidado de 136.5%, demostrando una mejora interanual (junio 2021: 141%).

INDICADORES DE RENTABILIDAD A JUNIO 2022 (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	-0.9%	-1.0%	-0.2%	-0.2%	-10.9%	-0.6%	0.9%	-1.0%	-1.8%
ROE	6.4%	4.4%	6.6%	-1.5%	11.1%	6.4%	-14.8%	-65.0%	-5.8%
Eficiencia operativa sobre gastos	118.4%	116.6%	102.8%	105.7%	380.5%	106.2%	84.4%	77.6%	136.5%

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

Liquidez

En cuanto a la liquidez, las empresas relacionadas, en su mayoría, mostraron un índice de liquidez corriente ajustado derivado de lo que representan los pasivos corrientes en un 3.5% de los pasivos mientras que los activos líquidos representan el 2.5% de los activos para el cumplimiento de sus obligaciones. Para la fecha de análisis, los activos líquidos se situaron en B/. 1.3 millones, mostrando un leve incremento de B/. 560.2 miles (+0.04%) en comparación del mismo mes del año anterior (junio 2021: B/. 1.3 millones).

Por otra parte, los pasivos corrientes totalizaron B/. 1.8 millones, reflejando un alza de B/. 240.4 miles (+14.6%) en comparación del año anterior (junio 2021: B/. 1.6 millones). Como consecuencia de lo anterior, el índice de liquidez inmediata se situó en 0.7 veces, presentando una desmejora interanual (junio 2021: 0.8 veces). Derivado de lo anterior, se observa que las empresas relacionadas consolidadas mantienen niveles ajustados de liquidez, cumpliendo con sus obligaciones en el corto plazo. Adicionalmente, a pesar de tener un resultado neto negativo, el flujo de caja del consolidado de las empresas se situó en B/. 426.5 miles, siendo menor a lo registrado en junio 2021 (B/. 442.8 miles).

Cabe resaltar que los indicadores de liquidez fueron afectados principalmente por los aumentos de la tasa libor y las series subordinadas de las principales empresas a la fecha análisis, aunado a los gastos obtenidos por las remodelaciones y el alza en gastos por honorarios y servicios de administración, pero se espera optar por modificaciones en las amortizaciones de capital y cuando se finalicen las remodelaciones, contar con un incremento en el rubro de ingresos residenciales que permita mantener flujos acumulados saludables para visualizar una recuperación en la liquidez.

INDICADORES DE LIQUIDEZ A JUNIO 2022

	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	total
Capital de trabajo	237.63	(87.10)	(339.03)	133.36	(31.17)	1.90	(409.60)	(77.85)	(571.8)
Solvencia (Liquidez Corriente)	13.92	0.34	0.46	1.46	0.46	1.05	0.12	0.69	0.70

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

Endeudamiento y Solvencia

Referente al endeudamiento, las inmobiliarias reflejan adecuados niveles 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. A la fecha de análisis, el índice de endeudamiento total se situó en 1.1 veces, mostrándose constante a lo registrado en junio 2021. Por otra parte, el índice de apalancamiento se situó en 1 veces, siendo constante en comparación a lo registrado en el mismo mes del año anterior. Como resultado de lo anterior, se puede concluir que el consolidado de empresas no presentan un nivel de endeudamiento muy elevado, siendo sus únicas obligaciones con Kadima Holding, S.A. por la emisión de bonos corporativos.

Por el lado de los intereses por pagar derivado de obligaciones financieras con Kadima, Inversiones La Clave es el deudor principal con el 37.0% de la deuda, Inmobiliaria Fuji con 21.0%, Village Office con 17.7%, Ribbon Assets, S.A. con 11.1%, Mega Bodegas con el 7.9%, Inmobiliaria DDJ con 2.2%, Galería Castilla con el 2.1%, y Park Shops con 1.0%. Por parte de las cuentas por pagar a accionistas la empresa relacionada principal es Inversiones La Clave con el 65.3%, seguido de Inmobiliaria Fuji con el 21.5%, Village Offices con 12.3% y Park Shops con el 0.8%, demostrando así las diferentes formas de fondeo que las empresas relacionadas utilizan.

A la fecha de análisis las empresas muestran adecuados niveles de endeudamiento, de las cuales las principales empresas relacionadas que se financian por obligaciones financiera con Kadima muestran tener ajustados niveles de EBITDA para hacerle frente a sus gastos financieros totalizando en B/. 2.9 millones y manteniendo una cobertura consolidada de EBITDA sobre gastos financieros de 1.6 veces, denotando una recuperación en comparación del año 2021 como consecuencia de la reactivación económica y la moderada recuperación del sector inmobiliario. Derivado de lo anterior, se puede observar que el consolidado de las empresas puede cumplir con sus obligaciones financieras a largo plazo.

INDICADORES DE ENDEUDAMIENTO Y SOLVENCIA A JUNIO 2022 (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	Suma Total
Endeudamiento (Pasivo / Activo)	1.15	1.22	1.02	0.85	1.99	1.10	1.06	0.92	1.16
Obligaciones Bancarias / Pasivo total	2.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.33%
Apalancamiento (PnC+PC)/(Pat+PnC+PC)	1.15	1.22	1.02	0.85	1.99	1.10	1.06	0.98	1.02
Apalancamiento (Pat/(PnC+PC))	-0.13	-0.18	-0.02	0.18	-0.50	-0.09	-0.06	0.02	-0.10
Deuda Financiera / Patrimonio	(7.9)	(5.4)	(43.8)	5.3	(1.9)	(10.9)	(9.5)	59.2	(1.85)
Deuda Bancaria	244.9	-	-	-	-	-	-	-	30.62
EBITDA	341.6	123.4	820.6	468.8	(12.0)	70.7	42.3	329.0	2,184.35
EBITDA / Gastos Financieros	1.4	1.9	1.4	1.2	(0.2)	1.2	1.7	2.1	1.6
Gastos Financieros (Bonos)	236.8	66.1	581.2	377.8	(12.0)	60.1	24.3	155.1	1,499.27

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 y para el año 2022 se observa un leve porcentaje de vencimiento en los contratos de alquiler. En cuanto a los contratos que llegaron a su vencimiento en el año 2021-2022, 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

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	2,713,988	3.5%	Variable	15-mar.-19	01-mar.-29
Bonos Serie B	Senior	5,416,664	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	2,001,296	3.5%	Variable	05-jun.-19	01-jun.-29
Bonos Serie E	Senior	9,877,640	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	400,000	12.0%	Fija	03-dic.-19	01-dic.-29
Bonos Serie L	Senior	2,420,307	3.5%	Variable	27-mar.-20	31-mar.-30
Bonos Serie M	Senior	1,987,972	3.5%	Variable	20-jun.-20	01-jun.-30
Bonos Serie N	Subordinada	1,700,000	12.0%	Fija	08-sep.-20	01-sep.-30
Bonos Serie O	Subordinada	273,002	5.25%	Fija	30-ago-2021	30-ago-31
Bonos Serie P	Senior	5,000,000	12.0%	Fija	07-ene-2022	07-ene-2032
Total		**41,280,869**				

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

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/. 41.3 millones, en porción no corriente[2] a junio de 2022.

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.

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

Durante el año 2022, se realizó un avalúo de las propiedades de las inmobiliarias relacionadas al Emisor. A continuación, se detalla el valor de mercado de las propiedades según avalúo:

[22] 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.

AVALÚO PROPIEDADES (EN MILES DE BALBOAS)

Inmobiliaria	Propiedad	Valor de Mercado
Village Offices	P.H. Los Pueblos	430,000.00
Total		**430,000.00**
Ribbon Assets	Edificio Oficentro del Este y Plaza Comercial Galería del Este	10,580,000.00
Total		**10,580,000.00**
Inversiones La Clave	Edificio Comercial "Uniplaza"	32,650,000.00
Total		**32,650,000.00**
Inmobiliaria Fuji	P.H. Brisas Mall	17,000,000.00
Total		**17,000,000.00**
Total Avalúo		**60,660,000.00**

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

El valor total de avaluó cubre en un 160.6% el monto colocado de la emisión y en un 67.4% el valor total de la emisión. 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	P.H. Los Pueblos	46,800	8,424	38,376
Ribbon Assets	Edificio Oficentro del Este y Plaza Comercial Galería del Este	1,117,200	167,580	949,620
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	1,360,187
Total avalúo		**5,864,726**	**905,547**	**4,959,179**

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/. 3.07 millones), seguido de Inmobiliaria Fuji, S.A. (B/. 1.6 millones) y Ribbon Assets, S.A. (B/. 1.1 millones). Adicionalmente, según avalúo, las inmobiliarias que generan mayores gastos son Inversiones La Clave, S.A. (B/. 460.8 miles), Inmobiliaria Fuji, S.A. (B/. 268.8 miles) y Ribbon Assets, S.A. (B/. 167.6 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 2025 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. Para el primer semestre del año 2022, la cobertura consolidada real sobre gastos financieros se situó en 1.6 veces y a la fecha ya se reflejan amortizaciones, por lo cual el indicador sobre el servicio de la deuda se ubicó en 1.0 veces. Se observa que de continuar con esta recuperación en la generación de ingresos de las compañías relacionadas, las coberturas se acerquen a las coberturas proyectadas a fin de año, no obstante, se observa que pueden cumplir con el pago de sus obligaciones, pero al considerar la cobertura sobre el servicio de deuda se obtiene una cobertura ajustada, por lo cual cualquier variación en las variables de los ingresos o gastos podría afectar la cobertura de las mismas.

	2022 R (junio)	2022p	2023p	2024p	2025p	TOTAL
Flujo de caja disponible para servicio de la deuda	2,372,745	7,748,304.3	7,887,505.2	8,065,373.2	9,439,054.2	33,140,236.9
Gastos Financieros	1,527,946	1,784,320.0	1,351,827.0	1,635,319.0	2,767,939.0	7,539,405.0
Amortización	1,033,431	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	1.6	4.3	5.8	4.9	3.4	4.6
Flujo de caja disponible / Servicio de la deuda	1.0	2.1	2.1	2.2	1.9	2.1

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

Adicionalmente, las principales empresas relacionadas encargadas de la generación de flujo de efectivo a junio 2022 muestran un flujo de efectivo consolidado positivo.

	Inversiones La Clave, S.A.	Inmobiliaria Grupo Fuji, S.A.	Village Offices, S.A.	Ribbón Assets, S.A.	Mega Bodegas, S.A.	Total
Entradas de efectivo	134,723.0	140,183.3	68,415.0	15,470.0	163,014.5	521,805.8
Salidas de efectivo	74,515.0	35,835.7	10,484.0	5,600.0	41,768.8	168,203.5
Efectivo total	60,208.0	104,347.6	57,931.0	9,870.0	121,245.8	232,356.6

Anexos

BALANCE GENERAL INMOBILIAIRIAS (EN MILES DE B/.)
AL 30 DE JUNIO DE 2022

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	Total
Efectivo	58.2	10.0	60.5	104.4	3.8	25.9	44.7	121.2	428.7
Cuentas por cobrar	68.2	28.4	220.5	275.5	15.0	8.8	9.4	-	625.7
Gastos e Impuestos pagados por anticipado	129.6	6.7	4.5	34.9	-	-	2.1	-	177.8
Otros activos	-	-	6.0	11.2	-	4.3	-	52.3	73.9
Impuestos pagados por anticipado	-	-	-	-	7.7	-	-	-	7.7
Activo Corriente	**256.0**	**45.1**	**291.5**	**425.9**	**26.5**	**39.0**	**56.2**	**173.6**	**1,313.8**
Activo fijo	-	-	-	-	-	-	-	1,255.7	**1,255,7**
Propiedades de Inversión, Neta	7,555.9	4,299.8	20,580.8	11,894.0	525.5	660.3	432.2	-	45,948.6
Inversión en Acciones	-	-	-	10.0	-	-	-	-	10.0
Vehiculos, Mobiliarios y Enseres, Neto	-	85.3	-	8.8	0.1	-	-	-	94.2
Cuentas por cobrar, partes relacionadas	-	4.1	-	1,059.6	1.3	227.9	449.0	-	1,741.9
Otros activos	215.1	6.4	141.6	-	-	8.6	-	2,577.4	2,949.1
Activo No Corriente	**7,771.0**	**4,395.7**	**20,722.4**	**12,972.4**	**527.0**	**896.8**	**881.2**	**3,833.1**	**51,999.5**
Total Activo	**8,027.0**	**4,440.7**	**21,013.9**	**13,398.3**	**553.4**	**935.8**	**937.5**	**4,006.6**	**53,313.3**

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	Total
Cuentas por Pagar	9.7	42.3	49.1	58.6	4.3	1.9	0.4	64.6	230.9
Cuentas por Pagar, Partes Relacionadas	-	-	102.1	266.9	-	-	-	-	369.0
Cuentas por pagar intereses diferido	-	-	-	-	48.5	-	-	-	48.5
Obligaciones Bancarias	-	-	-	-	-	-	450.0	-	450.0
Gastos e Impuestos Acumulados por Pagar	3.6	2.0	11.7	(188.8)	(0.1)	0.8	0.9	-	(169.9)
Depósitos Recibidos en Garantía	-	85.3	440.8	150.2	4.5	25.7	14.6	186.1	907.1
Ingresos no ganados	-	(0.0)	-	-	-	-	-	-	(0.0)
Caja seguro social por pagar	-	0.4	1.3	-	-	-	-	-	1.7
Anticipos Recibidos de Clientes	(1.1)	2.3	25.6	2.8	0.4	0.0	-	-	30.0
Retenido por pagar	-	-	-	-	-	8.8	-	-	8.8
Otros Pasivos	6.1	-	-	2.8	-	-	-	0.7	9.6
Pasivo Corriente	**18.4**	**132.2**	**630.5**	**292.6**	**57.6**	**37.1**	**465.8**	**251.4**	**1,885.6**
Obligaciones Bancarias	244.9	-	-	-	-	-	-	-	244.9
Cuentas por Pagar, Partes Relacionadas	8,293.0	5,191.5	17,282.3	9,799.1	1,036.1	989.0	487.5	3,687.1	46,765.6
Cuentas por Pagar, Accionistas	570.7	0.1	3,021.2	994.8	-	-	37.5	-	4,624.3
Intereses diferidos	-	70.8	318.3	-	-	0.1	-	-	389.3
Otros Pasivos	68.2	28.5	238.2	236.8	6.0	-	2.2	5.8	585.7
Pasivo No Corriente	**9,176.9**	**5,291.0**	**20,860.1**	**11,030.7**	**1,042.0**	**989.0**	**527.2**	**3,692.9**	**52,609.8**
Total Pasivo	**9,195.3**	**5,423.1**	**21,490.6**	**11,323.3**	**1,099.7**	**1,026.1**	**993.0**	**3,692.9**	**54,244.0**

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
Utilidad (Déficit) Acumulado	(1,116.3)	(791.4)	(455.1)	2,097.0	(495.7)	(99.6)	(80.2)	(52.4)	(993.7)
Utilidades retenidas del período	-	(158.9)	-	-	-	-	-	(40.5)	(199.5)
Utilidad Neta	(75.3)	(42.1)	(31.6)	(32.0)	(60.5)	(5.8)	14.7	-	(232.7)
Total patrimonio	**(1,168.2)**	**(982.4)**	**(476.7)**	**2,075.0**	**(546.2)**	**(90.4)**	**(55.6)**	**62.3**	**(1,182.2)**

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

ESTADO DE RESULTADOS INMOBILIARIAS (EN MILES DE B/.)
AL 30 DE JUNIO DE 2022

Estado de Resultados (en miles de B/.)	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	382.0	208.1	1,158.4	724.5	21.6	88.8	58.5	414.6	3,056.5
Ingresos por Asesoría	-	(21.6)	-	-	-	-	-	-	(21.6)
Ingresos por Mantenimiento	-	23.9	110.1	-	-	5.9	-	-	139.9
Devoluciones y Descuentos	(13.0)	-	(159.3)	(164.0)	-	(1.4)	(5.8)	-	(343.5)
Otros Ingresos	61.1	-	6.9	0.2	-	-	-	-	68.2
Total de Ingresos	**430.1**	**262.2**	**1,116.0**	**560.7**	**21.6**	**93.3**	**52.8**	**414.6**	**2,951.2**
Gastos									
Gastos generales y de administración	(264.8)	(239.6)	(566.6)	(221.3)	(33.6)	(39.1)	(20.3)	(429.0)	(1,814.3)
Intereses Financieros	(7.7)	(66.1)	(581.2)	(377.8)	-	(60.1)	-	-	(1,092.9)
Total Egresos	(505.3)	(305.8)	(1,147.6)	(371.4)	(82.1)	(99.2)	(20.3)	(590.4)	(3,122.0)
Utilidad (pérdida) Neta	**(75.3)**	**(43.6)**	**(31.6)**	**(32.0)**	**(60.5)**	**(5.8)**	**8.2**	**(40.5)**	**(281.2)**

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

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

KADIMA HOLDINGS, S.A.	dic.-17	dic.-18	dic.-19	dic.-20	dic.-21	jun.-21	jun.-22
Activos							
Efectivo	-	2,500.0	9,795.0	14,225.0	7,346.0	7,064.0	6,272.0
Activos Corrientes	-	2,500.0	9,795.0	14,225.0	7,346.0	7,064.0	6,272.0
Cuentas por cobrar partes relacionadas	-	-	34,929,687.0	38,425,459.0	37,251,192.0	37,736,545.0	41,233,502.0
Total de Activos	-	**2,500.0**	**34,939,482.0**	**38,439,684.0**	**37,258,538.0**	**37,743,609.0**	**41,239,774.0**
Pasivo							
Pasivos corrientes							
Cuentas por Pagar	8,678.0	-	-	-	-	-	300.0
Bonos Corp Rotativos	-	-	4,625,877.0	2,956,550.0	-	-	-
Total Pasivo Corriente	**8,678.0**	-	**4,625,877.0**	**2,956,550.0**	-	-	**300.0**
Pasivo no corriente							
Cuentas por pagar, partes relacionadas	38,841.0	-	-	-	-	-	-
Cuentas por pagar, Accionistas	-	5,223.0	-	-	-	-	-
Bonos Corp Rotativos	-	-	30,327,661.0	35,512,364.0	37,294,038.0	37,779,109.0	41,280,869.0
Total de Pasivo no corriente	**38,841.0**	**5,223.0**	**30,327,661.0**	**35,512,364.0**	**37,294,038.0**	**37,779,109.0**	**41,280,869.0**
Total Pasivo	**47,519.0**	**5,223.0**	**34,953,538.0**	**38,468,914.0**	**37,294,038.0**	**37,779,109.0**	**41,281,169.0**
Posición de los Accionistas							
Capital en acciones	10,000.0	10,000.0	10,000.0	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)	(45,500.0)	(45,500.0)	(51,395.0)
Total de Posición de los Accionistas	**(47,519.0)**	**(2,723.0)**	**(14,056.0)**	**(29,230.0)**	**(35,500.0)**	**(35,500.0)**	**(41,395.0)**
Total pasivo + patrimonio	-	**2,500.0**	**34,939,482.0**	**38,439,684.0**	**37,258,538.0**	**37,743,609.0**	**41,239,774.0**

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

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

KADIMA HOLDINGS, S.A.	dic.-17	dic.-18	dic.-19	dic.-20	dic.-21	jun.-21	jun.-22
Gastos generales y administrativos							
Honorarios profesionales	15,419.0	-	(10,574.0)	(14,432.0)	(6,270.0)	(6,270.0)	(5,894.0)
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)	(6,270.0)	(6,270.0)	(5,894.0)
Pérdida Neta	**(47,519.0)**	**-**	**(11,333.0)**	**(15,174.0)**	**(6,270.0)**	**(6,270.0)**	**(5,894.0)**

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