KADIMA HOLDINGS

HECHO DE IMPORTANCIA

KADIMA HOLDINGS, S.A., sociedad anónima, panameña, debidamente registrada mediante Escritura Pública No.10,532 del 13 de julio del 2017, de la Notaría Octava del Circuito, inscrita al Folio No. 155652394, imagen 2 de la Sección de micropelículas del Registro Público de la República de Panamá, en su calidad de Emisor del Programa Rotativo de Bonos Corporativos hasta por la suma de Noventa millones de Dólares ($90,000,000.00), debidamente registrado y autorizado mediante Resolución emitida SMV No. 471-18 del 16 de octubre del 2018, modificada mediante Resolución SMV 52-19 del 11 de febrero del 2019, expedida por la Superintendencia del Mercado de Valores de la República de Panamá (SMV), comunica al público Inversionista y al público en general lo siguiente:

1. En el comité de Calificación de Riesgo, celebrado el 09 de junio del 2023 y con fundamento en los Estados Financieros Auditados al 31 de diciembre del 2022, de Kadima Holdings, S.A., la calificadora de riesgo PACIFIC CREDIT RATING (PCR), decidió mantener la calificación de PAA- al programa de Bonos Corporativos Rotativos Serie Senior, con perspectiva "Estable".

2. El informe sustenta la calificación otorgada en el alza de los ingresos por alquiler de las empresas inmobiliaria, 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 considera el apropiado respaldo de las garantías sobre la emisión y e soporte del grupo en el sector inmobiliario.

3. El presente "Hecho de Importancia" ha sido preparado con el conocimiento que será puesto a disposición del público inversionista y el público en general y se fundamenta el Texto Único del acuerdo No. 3-2008 del 31 de marzo del 2008, modificado por el acuerdo No. 02-2012 del 28 de noviembre del 2012 adoptado por la Superintendencia del Mercado de Valores de la República de Panamá.

Dado en la ciudad de Panamá, República de Panamá, a los catorce (15) días del mes de junio del año dos mil veintitrés (2023)

Adjunto copia del Informe.

KADIMA HOLDINGS, S.A.

Jimmy R. Yohoros A.
Representante Legal

KADIMA HOLDINGS, S.A.

Comité No. 47/2023	
Informe con EEFF auditados al 31 de diciembre de 2022	Fecha de comité: 09 de junio de 2023
Periodicidad de actualización: Semestral	Sector Inmobiliario / Panamá

Equipo de Análisis

Walter Reyes
wreyes@ratingspcr.com

José Ponce
jponce@ratingspcr.com

(502) 6635-2166

HISTORIAL DE CALIFICACIONES

Fecha de información	dic-18	dic-19	dic-20	jun-21	dic-21	Jun-22	Dic-22
Fecha de comité	12/12/2019	18/09/2020	07/05/2021	14/01/2022	29/04/2022	09/12/2022	09/06/2023
Programa Rotativo de Bonos Corporativos	PAA-	PAA-	PAA-	PAA-	PAA-	PAA-	PAA-
Perspectivas	Estable	Estable	Negativa	Negativa	Estable	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 decidió mantener la calificación de **PAA-** al **Programa Rotativo de Bonos Corporativos** de Kadima Holding, S.A. y mantener la perspectiva **'Estable'** con información al 31 de diciembre de 2022. La calificación se fundamenta en el alza 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 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 de 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 2022, los ingresos consolidados de las empresas relacionadas a Kadima Holdings, S.A. totalizaron B/. 6 millones mostrando un incremento interanual de 35.5%, derivado de un alza en los ingresos por alquiler, los cuales dado el buen dinamismo que ha impactado en el sector inmobiliario luego de la pandemia se espera que continúen creciendo para el 2023 generando así mejores resultados en las inmobiliarias relacionadas.

Reducción en las pérdidas presentadas por las empresas relacionadas. Para el periodo de análisis la pérdida neta total de las empresas relacionadas fue de B/. 625.9 miles mostrando una mejora interanual del 41.6% con respecto al periodo anterior, como consecuencia que los gastos financieros tuvieron un aumento provocando que el total de gastos fuera mayor a los ingresos generados por las inmobiliarias. A pesar de esto, las pérdidas han ido disminuyendo en los últimos periodos, gracias a la recuperación económica en el país luego de la pandemia y se espera que el sector inmobiliario continue creciendo, provocando una mayor generación de ingresos por parte de las relacionadas provocando así una generación de utilidad positivas para futuros periodos.

Adecuada cobertura sobre deuda. A la fecha de análisis se observó un alza en los indicadores de cobertura sobre deuda, si bien estos se encuentran por debajo de lo proyectado, los indicadores se encuentran por encima de 1 por lo que por lo que el emisor puede cumplir con el pago de sus obligaciones, así pues estos se consideran como adecuados, asimismo, se espera que los ingresos continúen creciendo para próximos periodos por lo que esto impactaría positivamente en los indicadores de cobertura situándolos más apegados a lo que se tiene proyectado para próximos años.

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.

Adecuados niveles de liquidez. Con respecto a los indicadores de liquidez, a la fecha de análisis el indicador de liquidez corriente de las inmobiliarias relacionadas mostró una mejora con respecto al periodo anterior a raíz de tener un mayor porcentaje en sus activos corrientes que en pasivos corrientes, es importante mencionar que aunque algunas inmobiliarias aún presentan una liquidez ajustada estas son capaces de hacerle frente a sus obligaciones en un corto plazo y se espera que para 2023 tengan una mejora.

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 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.
- Presentar una disminución de la cobertura sobre gastos financieros.

Limitaciones a la Calificación

- **Limitaciones encontradas**: No se encontró ninguna limitación con la información proporcionada.
- **Limitaciones potenciales: (Riesgos Previsibles):** i) Existe el riesgo latente por los conflictos geopolíticos entre Rusia y Ucrania que puedan afectar los precios de materias primas y la cadena de suministros a nivel global ii) Existe el riesgo sistemático por las variaciones en las tasas de interés, las políticas monetarias, y el alza en la inflación que puede desacelerar el dinamismo económico.

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 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.
- A partir del mes de junio 2023, la tasa de referencia LIBOR será reemplazada con la tasa de referencia SOFR en las series A, B, D, E, M y L

Contexto Económico

Luego de los efectos causados por la pandemia COVID-19 las expectativas de crecimiento económico mundial para 2022 eran favorables, aunque se temía que hubiera presiones sobre los precios como un efecto en la economía por las restricciones en pandemia. Inicialmente fue considerado como algo transitorio, sin embargo, se mantuvieron en conjunto con el conflicto geopolítico entre Rusia y Ucrania, provocando así un nuevo aumento en los costos de los alimentos y energía. Aunado a lo anterior, hubo sanciones contra Rusia que provocaron un aumento en los precios de los productos básicos, desde el petróleo hasta el trigo. Los países en vías de desarrollo que dependen de las importaciones de alimentos y energía se vieron especialmente afectados.

Así mismo, el cambio en la política monetaria de Estados Unidos causó que la reserva federal (FED) tomara medidas para controlar la inflación, un efecto observado en la mayoría de los bancos centrales de la región latinoamericana y el caribe, lo que llevó a un aumento de las tasas de interés a un ritmo mayor al observado en la última década. De este modo, la reserva federal comenzó el año con tasas de interés de 0.25% y al cierre de 2022 estas se ubican en 4.5%, siendo esta, la tasa de interés más alta que ha visto desde 2008. Según el banco mundial, se esperan aumentos adicionales en las tasas de interés durante los primeros meses de 2023 y un ajuste en la inflación. Es importante destacar que estas variaciones pueden afectar el dinamismo en el sector financiero, considerando que durante el 2023 se prevé una recesión en la economía, lo cual pude afectar en la generación de empleos de la región.

Por su parte, para la región de América Latina y el Caribe, según estudios realizados por el fondo monetario internacional (FMI), se menciona como la evolución de la región y los efectos del conflicto geopolítico han afectado a la misma. La respuesta de los bancos centrales para contener la inflación fue rápida y ayudó a contener las presiones en los precios para finales de 2022, la cual aún permanece alta. Asimismo, se prevé que la actividad económica se desacelere en la región durante los primeros meses de 2023. Los bancos centrales estiman que los niveles de inflación estarán por encima de las metas ya establecidas y la perspectiva es una desaceleración en el crecimiento proyectando en 1.7% para la economía mundial, después de haber crecido más de un 4% en 2022. 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 retos importantes a nivel social puesto que tiene bajos niveles de escolaridad que pueden afectar su desarrollo, en cuando a un panorama económico, los ingresos fiscales continúan mejorando registrando al primer semestre del año un aumento del 7.8%, se prevé que en un mediano plazo el crecimiento el PIB panameño se estabilizara en torno al 5%, impulsado por la inversión y el consumo privado, mientras que la inversión y el consumo públicos deberían moderarse en un contexto de consolidación fiscal. Por otra parte, al tercer trimestre de 2022, las actividades económicas que presentaron un mayor incremento fueron la pesca (+25.4%), Hoteles y restaurantes (+23.1%), construcción (17.6%), comercio al por mayor y al por menor (+13.1%); y transporte, almacenamiento y comunicaciones (+12.7%). Cabe destacar que los sectores hoteles, restaurantes y construcción fueron de los más afectados durante la pandemia, pero con la reactivación económica estos se han recuperado más que el resto y actualmente cuentan con un potencial muy alto para convertirse en pilares de la economía panameña.

La economía panameña al cierre de 2022 fue liderada por el buen desempeño que tuvieron los sectores de construcción, comercio y la industria manufacturera. Si bien la perspectiva que se tiene para 2023 es como un año cargado de retos debido al alza en la tasa de interés y la recesión económica, según proyecciones del FMI la inflación en panamá se situaría en 3% siendo una de las más bajas en la región, por lo que se espera que los efectos ya mencionados no afecten de una forma considerable al país.

Panorama Internacional

Según las *Perspectivas económicas mundiales* del Banco Mundial, en su edición más reciente a enero de 2023, se pronostica una desaceleración del crecimiento global desde el 3.0% proyectado hace 6 meses, hasta un 1.7%, producto de la elevada inflación, el aumento de las tasas de interés, la reducción en las inversiones y por las perturbaciones de la invasión de Rusia a Ucrania; mientras que para 2024 se prevé una ligera recuperación, alcanzando una tasa de crecimiento de 2.7%. En ese sentido, para 2023 se espera una desaceleración generalizada con correcciones de pronósticos a la baja en el 95% de las economías avanzadas y para aproximadamente el 70% de las economías emergentes y en desarrollo.

En 2022, la inflación presionó a la mayoría de las economías del mundo, donde la mediana de la inflación global superó el 9% en la segunda mitad del año, alcanzando su nivel más alto desde 1995. En las economías emergentes y en desarrollo (EMDEs), ésta alcanzó casi el 10%, el nivel más alto desde 2008; mientras que en las economías avanzadas un poco más del 9.0%, la más alta desde 1982; la alta inflación es producto de factores tanto de oferta como de demanda. Por parte de la demanda, se encuentran el crecimiento acelerado por el efecto rebote posterior a la crisis de 2020 por la pandemia, así como los impactos retardados de las políticas macroeconómicas aplicadas. Mientras que, por el lado de la oferta, la escasez de productos básicos profundizada por la invasión de Rusia a Ucrania contribuyó sustancialmente al incremento del precio de la energía y los alimentos. Adicionalmente, en algunos países, condiciones más estrictas y desajustes en los mercados laborales propiciaron un aumento de los salarios y costos de insumos de producción.

En ese sentido, se espera que para 2023 la inflación se modere, pero aún será un factor determinante que sumado a las demás condiciones adversas que enfrenta la economía global, provocarán una ralentización del crecimiento económico, donde las economías avanzadas podrían experimentar desaceleraciones de su crecimiento desde 2.5% en 2022 a 0.5% en 2023, lo que podría elevar las alertas, dado que estas magnitudes han sido la antesala de una recesión mundial en las dos últimas décadas, según datos del Banco Mundial. En Estados Unidos se espera que el crecimiento se reduzca en 1.9 p.p. hasta ubicarse en 0.5% en 2023, comparado con las proyecciones previas y alcanzando una de las peores tasas de crecimiento desde las recesiones oficiales en la década de 1970. Por su parte, se espera que la zona euro no registre avances y China prevé un crecimiento de 4.3%, 0.9 p.p. por debajo de los pronósticos anteriores.

Para la región de América Latina y el Caribe, se estimó un crecimiento económico de 3.6% para el 2022; sin embargo, para 2023 se pronostica una desaceleración marcada con un crecimiento económico de 1.3%, mientras que para 2024 se esperaría una ligera recuperación ubicándose en 2.4%. Se estima que las condiciones económicas globales, en conjunto con el lento crecimiento de las economías desarrolladas como Estados Unidos y China reduzcan las exportaciones a la vez que se sigan manteniendo las condiciones financieras restrictivas por el aumento de las tasas de interés de Estados Unidos. Adicionalmente, según el Banco Mundial, la inversión regional disminuirá debido al costo del financiamiento, escasa confianza empresarial e incertidumbre normativa. De igual forma, para Centroamérica se estima un crecimiento de 3.2% en 2023, afectado por el efecto de la desaceleración de la economía estadounidense sobre las exportaciones en la región y menor ingreso de remesas.

Adicionalmente, las condiciones de endeudamiento de muchas economías emergentes y en desarrollo ya se dirigían hacia un camino de vulnerabilidad y dadas las presiones económicas globales es probable que la sostenibilidad fiscal se erosione aún más debido a las perspectivas de crecimiento menores y al aumento de los costos de la deuda. El escenario de bajo crecimiento, sumado a las medidas de los gobiernos para proteger a las poblaciones más vulnerables por medio de subsidios y recortes a los impuestos de consumo han tensado aún más los presupuestos fiscales de muchos países que ya cuentan con elevados niveles de deuda pública, que les restringe aún más el acceso a los mercados financieros internacionales.

Contexto Sector

La pandemia COVID-19 afectó a todas las actividades económicas a nivel global, siendo el sector de construcción e inmobiliario uno de los más perjudicados debido a que muchos proyectos se quedaron en pausa. Luego de la reactivación económica que hubo en 2021 gracias al levantamiento de medidas y el ágil esquema de vacunación en el país, los proyectos mostraron una recuperación en el sector la cual continuó durante todo 2021 y principios de 2022. Aunado a lo anterior, al tercer trimestre de 2022, según datos publicados por el Instituto Nacional de Estadística y Censo de Panamá (INEC), el sector de construcción se situó en B/.1,067 millones, mostrando así un incremento interanual de 17.6%, representando un 9.4% del total del producto interno bruto (PIB). El sector de construcción tiene un alto potencial para seguir creciendo y, asimismo, apoyar en la generación de empleos.

Para logar ese crecimiento buscado en el sector el presidente de la Cámara Panameña de Construcción (CAPAC) en la última conferencia CAPAC Expo Hábitat, celebrada a finales de septiembre 2022, señaló que para lograr ese objetivo se necesitan mayores niveles de inversión tanto pública, como privada.

Las actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler para el tercer trimestre del año registraron un incremento interanual de 5.3%. Al igual que el sector de construcción, este ha mostrado un buen dinamismo durante el año. Sin embargo, los precios de bienes raíces en Panamá, luego de la caída de precios en 2020, han presentado un incremento en la demanda lo que ha provocado una subida sostenida de precios, especialmente para los proyectos nuevos. Asimismo, el alza en la inflación juega un papel importante en esa subida de precios y la proyección para 2023 es un aumento general en los precios de bienes raíces en Panamá.

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

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

El sector inmobiliario está directamente relacionado con el ciclo económico y está fuertemente influenciado por variables macroeconómicas, principalmente por el PIB, la generación de empleos en el país, el ingreso promedio de las familias, las tasas de interés de la política monetaria, el crecimiento poblacional, entre otras.

Aunado a lo anterior, el sector inmobiliario cierra el año con un buen dinamismo económico a raíz de la alta demanda que hubo. Pese al alza en la inflación, que como consecuencia trajo un incremento en cierta parte del sector inmobiliario, se espera que el sector continue recuperando en generación de ingresos por ventas y alquileres, a raíz de los precios accesibles de los apartamentos en la ciudad. En ese sentido, los inversionistas recomiendan invertir en bienes y raíces mientras sea en la ciudad de Panamá.

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 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:

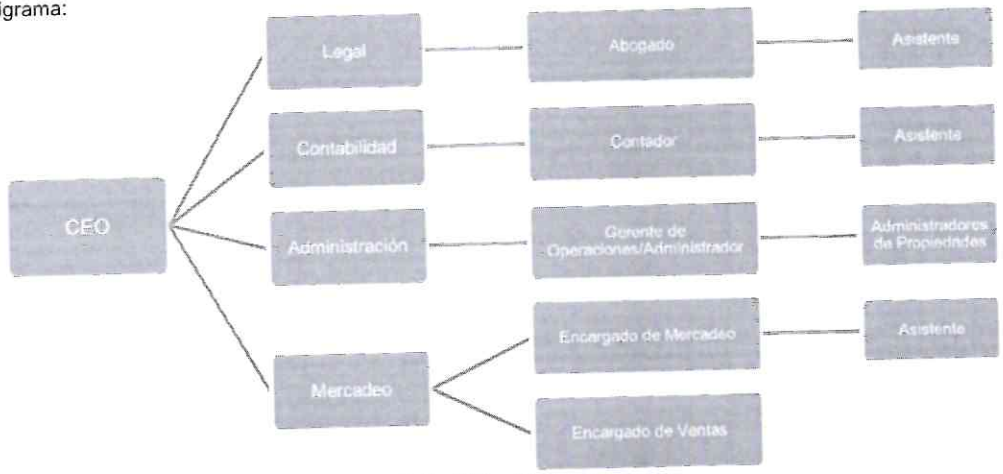
JUNTA DIRECTIVA	
Nombre	**Cargo**
Jimmy Raymond Yohoros Abadi	Presidente
Eric Daizen Endara Saiga	Vicepresidente
Diego Herrera Dutari	Secretario
Morris Ezra Hefeitz Sasson	Tesorero

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 m^2.

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 m^2.

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 m^2.
- **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 m^2.
- **Local y Apartamentos ubicados en el P.H. Edificio 77.** 12 apartamentos y un local comercial con una superficie inscrita de 299.25 m^2.

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.

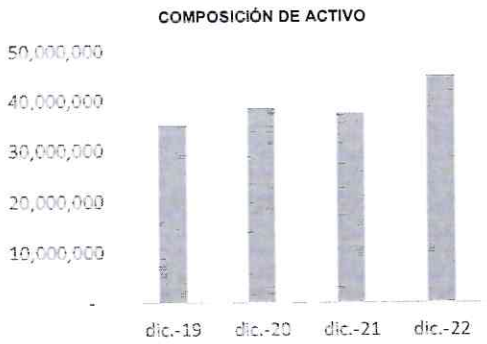
El Emisor, Kadima Holdings, S.A., es una empresa recientemente creada con el único fin de ser el emisor de deuda para poder otorgar facilidades crediticias a empresas relacionadas, las cuales no consolidan con el emisor por no ser subordinadas del mismo. PCR revisó seis periodos de estados financieros auditados partiendo del año 2017 al 2022, 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.

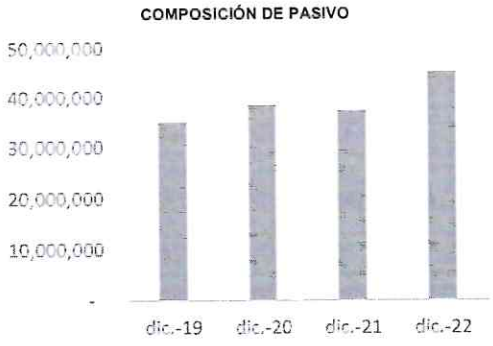
Balance General

Al 31 de diciembre 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. En ese sentido, el activo del emisor a la fecha de análisis totalizo B/. 44.9 millones mostrando un incremento interanual de 20.4%, esto producto de un aumento en las cuentas por cobrar partes relacionadas (+20.4%) las cuales representan el 99.99% del total del activo y el 0.01% restante corresponde a efectivo el cual disminuyo en 60.7% a la fecha.

Aunado a lo anterior, el pasivo totalizó B/. 44.9 millones mostrando un incremento interanual de 20.4%, en comparación al periodo anterior (diciembre 2021: B/.37.2 millones), estos se encuentran compuesto en un 100% por bonos corporativos rotativos, los cuales cuentan con una programación de pago y fecha de vencimiento en porción no corriente.

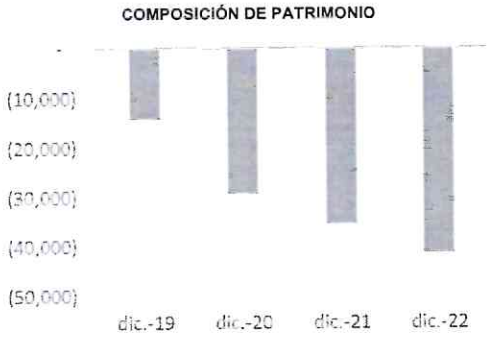
[1] Bolsa de Valores de Panamá.





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

Por su parte, el patrimonio continuo en saldos negativos al periodo de análisis y este ha ido aumento durante los últimos periodos, a la fecha de análisis, este se compone por B/.10 miles en capital en acciones, dividido en 500 acciones comunes suscritas y pagadas, así como un déficit acumulado de B/. 45.5 miles, por su parte también se considera la utilidad del periodo que se ubicó en saldo negativo siendo esta B/. 5.9 miles.



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

Estado de Resultados

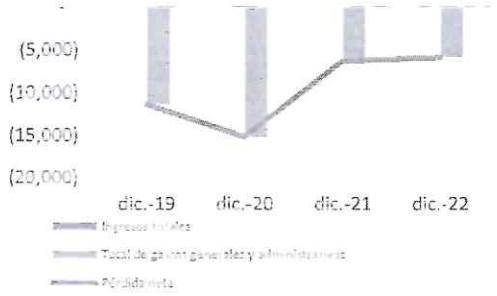
Kadima Holdings, S.A., presenta su posición neta en los cuatro períodos de operación negativos, dado que no cuenta con operaciones que le generen ingresos, por su naturaleza de ser un vehículo financiero, se limita a ser tenedora de acciones y emisora de bonos para proveer facilidades de crédito a sus empresas relacionadas. Presentando así, al 31 de diciembre 2022, un estado de resultados que refleja únicamente gastos en sus estados financieros. Entre estos gastos se encuentran honorarios profesionales, los cuales totalizaron en B/. 5.5 miles mostrando un decremento interanual de 10.8% en comparación al periodo anterior, asimismo, también se compone de impuestos los cuales totalizaron en B/.301, estos gastos son resulta antes de pagos por servicios profesionales para estructuración de la emisión.

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

Kadima hondings, S.A.	dic.-18	dic.-19	dic.-20	dic.-21	dic.-22
Total de ingresos	-	-	-	-	-
Gastos generales y administrativos					
Honorarios profesionales	-	(10,574)	(14,432)	(6,270)	(5,594)
Comisión por estructuración de bonos	-	-	-	-	-
Impuestos	-	(759)	(742)	-	(301)
Licencia comercial	-	-	-	-	-
Total de gastos generales y administrativos	-	(11,333)	(15,174)	(6,270)	(5,895)
Pérdida neta	**-**	**(11,333)**	**(15,174)**	**(6,270)**	**(5,895)**

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

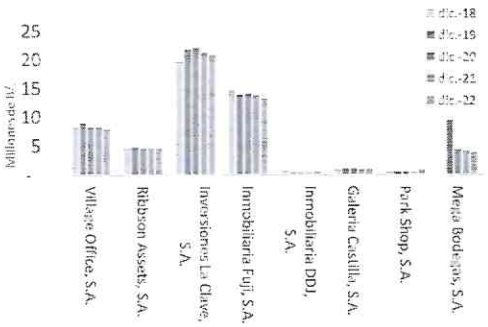
Es importante resaltar que las empresas relacionadas al Emisor, no se encuentran subordinadas al mismo ni forman parte de un consolidado de este. Sin embargo, para motivos de análisis de robustez de ingresos para el pago de la Emisión Pública de Bonos Corporativos Rotativos se consolidaron sus resultados,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

Activos

Al 31 de diciembre 2022, los activos consolidados de las ocho empresas relacionadas se ubicaron en B/. 52.1 millones mostrando un leve decremento interanual de B/.1.2 miles (-0.02%) comparado con el periodo anterior (diciembre 2021: B/. 53.7 millones) derivado de una disminución tanto en la porción corriente (-0.18%) como en la no corriente (-0.02%).

El total de activos este compuesto principalmente por activos no corrientes, los cuales a la fecha de análisis representan 97.6% del total de activos, de igual manera, la mayor parte de este se compone por propiedades de inversión, por otra parte, los activos corrientes representan el 2.4% restante. Las empresas relacionadas a la fecha la mayoría muestra leves bajas en su total de activos derivado de una baja en las cuentas por cobrar a partes relacionadas, siendo un caso de excepción Park Shop, S.A. la cual tuvo un aumento en sus activos ya que a la fecha registró cuentas por cobrar a partes relacionadas. La participación de las empresas en el total de activo se compone por Inversiones La Clave S.A. con 39.4%, seguido de Inmobiliaria Fuji, S.A. con 25.2% y Village Offices, S.A. 14.8%, juntas conforman el 79.4% (B/.41.6 millones) mientras que el resto de las empresas forman el 20.4% restante (B/. 10.7 millones).

ACTIVOS TOTALES POR EMPRESA RELACIONADA



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

COMPOSICIÓN DE ACTIVOS A DICIEMBRE 2022 (MILES DE BALBOAS)

Cuenta	Activos (miles de Balboas)							
	Village Offices, 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
Efectivo y Bancos	35.5	28.7	73.9	51.6	4.7	44.0	52.4	127.6
Cuentas por Cobrar	6.2	12.2	164.1	265.7	15.0	8.8	-	-
Cuentas por Cobrar, Partes Relacionadas (corriente)	-	-	-	-	-	227.9	-	-
Gastos e Impuestos Pagados por Anticipado	10.2	7.0	10.5	30.8	8.9	-	2.1	65.4
Total Activo Corriente	**52.0**	**47.9**	**248.5**	**348.1**	**28.6**	**280.6**	**54.5**	**193.1**
Propiedades de Inversión, Neto	7,341.3	4,501.2	20,410.5	11,774.2	515.2	643.9	421.6	1,122.3
Vehiculo, Mobiliario y Enseres, Neto	33.7	-	-	66.1	-	-	-	-
Cuentas por Cobrar, Partes Relacionadas	124.7	-	-	1,043.4	-	-	376.2	2,579.5
Adelanto a Compra de Inmuebles	202.0	-	-	-	-	-	-	-
Inversión en acciones	-	-	-	10.0	-	-	-	-
Otros Activos	-	13.8	8.1	-	-	8.0	-	-
Total Activo No Corriente	**7,701.8**	**4,515.0**	**20,418.6**	**12,893.6**	**515.2**	**651.9**	**797.8**	**3,701.7**
Total Activo	**7,753.8**	**4,562.9**	**20,667.1**	**13,241.7**	**543.8**	**932.5**	**852.3**	**3,894.8**

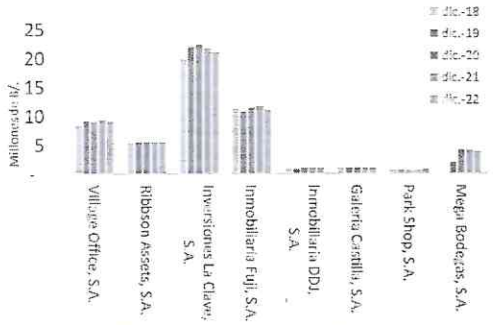
Fuente: Kadima Holdings, S.A. / **Elaboración:** PCR

Pasivos

Para la fecha de análisis los pasivos consolidados de las empresas relacionadas totalizaron B/. 53.9 millones, mostrando un leve decremento interanual de B/. 707 balboas (-0.01%) en comparación al periodo anterior (diciembre 2021: B/. 54.6 millones), esto se debe principalmente a una disminución en cuentas por pagar, a partes relacionadas de las empresas relacionadas, aunque hubo una disminución significativa de esta cuenta en la empresa Inversiones La Clave, S.A. ubicándose en B/.2.5 millones (-83.44%), es importante mencionarlo ya que esta empresa es la que cuenta con mayor participación con respecto a las demás.

Por otra parte, dado el giro de negocio de las empresas relacionadas la mayor parte del pasivo lo conforma en la porción no corriente, la cual a la fecha de análisis representa el 98.5% del total de los pasivos, mientras que el 1.5% restante lo forma el pasivo corriente, por otro lado, las 3 empresas que tienen más participación en el pasivo son Inversiones La Clave, S.A. como se mencionó anteriormente, esta cuenta con 39.2%, le sigue Inmobiliaria Fuji, S. A. con 20.8% y Village Offices, S.A. con 16.9% las cuales en conjunto forman el 76.9% del total de pasivos (B/.41.4 millones), el 23.1% restante lo conforman las demás empresas.

PASIVOS TOTALES POR EMPRESA RELACIONADA



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

COMPOSICIÓN DE PASIVOS A DICIEMBRE 2022 (MILES DE BALBOAS)

Cuenta	Pasivos (miles de balboas)							
	Village Offices, 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	12.4	33.4	69.2	111.6	4.4	0.5	0.0	11.6
Cuentas por Pagar, Partes Relacionadas	-	25.0	100.0	-	-	-	-	-
Obligaciones Bancarias corto plazo	53.3	-	-	-	-	-	389.0	-
Impuesto acumulado por pagar	-	-	-	-	-	1.0	-	-
ITBMS por Pagar (neto)	4.0	(2.1)	-	(151.8)	(0.1)	-	0.4	-
Anticipos Recibidos de Clientes	2.6	4.2	10.6	2.5	0.6	7.9	1.9	-
Retenciones por pagar	-	3.7	1.2	-	-	-	-	-
Depósitos Recibidos en Garantía	-	-	-	-	6.0	-	-	-
Gastos e impuestos acumulados por pagar	-	-	10.7	-	-	-	-	-
Caja de seguro social por pagar	-	1.0	1.7	-	-	-	-	-
Otros Pasivos	-	67.7	-	-	1.0	8.8	-	5.0
Total Pasivo Corriente	**72.3**	**132.9**	**193.5**	**(37.6)**	**11.9**	**18.2**	**391.4**	**16.7**
Obligaciones Bancarias	182.1	-	-	-	-	-	-	-
Cuentas por pagar	-	-	-	-	-	-	-	3,597.6
Cuentas por Pagar, Partes Relacionadas	7,733.4	5,299.9	2,543.2	9,795.2	1,131.9	989.0	487.4	-
Cuentas por Pagar, Accionistas	570.7	0.1	504.7	1,074.2	-	-	37.5	-
Depósitos Recibidos en Garantía	67.7	65.4	376.1	111.7	-	26.9	10.0	186.1
Ingresos e Impuestos diferidos	-	-	164.1	-	-	-	-	-
Cuentas por pagar Interés Diferido	468.5	70.8	17,381.1	-	-	-	-	-
Otros Pasivos	1.4	-	-	265.7	-	-	0.0001	-
Pasivo No Corriente	**9,023.7**	**5,436.2**	**20,969.2**	**11,246.8**	**1,131.9**	**1,015.9**	**534.9**	**3,783.7**
Total Pasivo	**9,096.0**	**5,569.1**	**21,162.8**	**11,209.2**	**1,143.7**	**1,034.1**	**926.4**	**3,800.4**

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

Patrimonio

Para el 31 de diciembre 2022, la mayoría de las empresas relacionadas presentaron un patrimonio negativo producto de pérdidas netas y utilidades acumuladas, a excepción de Inmobiliaria Fuji, S.A. y Mega Bodegas, S.A. las cuales presentaron un patrimonio positivo siendo B/. 2 millones y B/. 94 miles respectivamente, para el caso de Inmobiliaria Fuji, S.A. es gracias a las utilidades retenidas que tienen, mientras que Mega Bodegas, S,A. si bien, las utilidades retenidas son pérdidas, no son tan grandes como en las demás relacionadas, además cuentan con más capital social común que las demás relacionadas siendo este en B/. 155.3 miles. Asimismo, es importante mencionar que las empresas relacionadas mantienen un capital social común de B/. 10 mil, a excepción de Mega Bodegas, S.A. como se mencionó anteriormente y Villages Offices, S.A. y Galería Castilla, S.A. B/.23.4 mil y B/. 15 mil respectivamente.

COMPOSICIÓN DE PATRIMONIO A DICIEMBRE 2022 (MILES DE BALBOAS)

Cuenta Contable	Patrimonio (miles de balboas)							
	Village Offices, 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
Capital Social Común	23.4	10.0	10.0	10.0	10.0	15.0	10.0	155.3
Utilidad (Pérdida) Retenida	(1,116.3)	(950.3)	(455.1)	2,097.0	(495.8)	(99.6)	(80.2)	(52.4)
Resultado del Periodo	(249.3)	(65.9)	(50.5)	(74.5)	(114.1)	(17.0)	(3.9)	(8.5)
Total Patrimonio	**(1,342.2)**	**(1,006.2)**	**(495.7)**	**2,032.5**	**(599.9)**	**(101.6)**	**(74.1)**	**94.4**

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

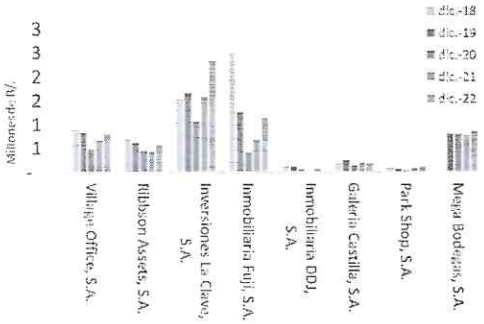
Resultados Financieros

Ingresos

A la fecha de análisis, los ingresos consolidados de las empresas relacionadas totalizaron B/. 6 millones mostrando un incremento interanual de B/. 1.6 millones (+35.5%) esto en consecuencia de un incremento en los ingresos por alquiler de las empresas relacionadas los cuales son la principal fuente de ingresos de estas, asimismo, el sector inmobiliario panameño luego de la pandemia COVID-19 se recuperó de buena manera y actualmente se encuentra en un mayor crecimiento generando así un impacto positivo en el sector.

Los ingresos por alquiler como se mencionó con anterioridad son la principal fuente de ingresos de las empresas relacionadas, sin embargo, a la fecha se registró ingresos por mantenimiento y otros ingresos (por intereses, exentos) pero estos no representan una participación significativa en la estructura de ingresos. En cuanto a la participación de las empresas relacionadas en los ingresos, Inversiones La Clave, S.A. cuenta con el 38.9% seguido de Inmobiliaria Fuji, S.A. con 19% y Mega Bodegas, S.A. con 14.2% que a pesar de no tener tanta participación en activos cuenta con un nivel de ingresos bastante altos los cuales se han recuperado luego de la pandemia y están por encima de niveles prepandemia, por lo tanto, entre estas 3 empresas forman el 72.1% del total de ingresos, el 27.9% restante lo conforman el resto de empresas.

INGRESOS TOTALES POR EMPRESA RELACIONADA



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

COMPOSICIÓN DE INGRESOS A DICIEMBRE 2022 (MILES DE BALBOAS)

	Total de Ingresos (miles de balboas)							
Ingresos	**Village Offices, 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**
Ingresos por Alquiler	766.3	405.9	2,483.7	1,413.0	44.9	175.0	104.5	854.7
Ingresos por Mantenimiento	-	47.4	219.0	-	-	6.8	-	-
Dev. y descuento en alquileres	(28.2)	(32.2)	(365.8)	(273.0)	-	(4.7)	(5.8)	-
Otros Ingresos (por intereses, exentos)	65.6	131.3	0.3	0.1	-	0.6	-	-
Total Ingresos	**803.7**	**552.3**	**2,337.1**	**1,140.1**	**44.9**	**177.7**	**98.7**	**854.7**

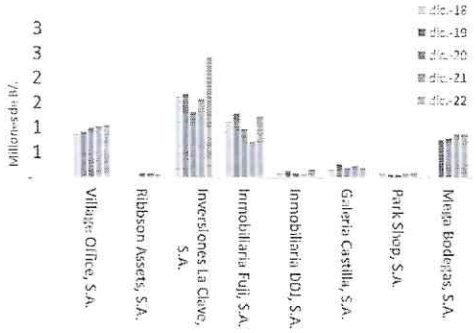
Fuente: Kadima Holdings, S.A. / **Elaboración:** PCR

Gastos

A diciembre 2022, los gastos totales de las empresas relacionadas ascendieron B/. 6.6 millones mostrando un incremento interanual de B/. 1.1 millones (+19.7%) en comparación al periodo anterior (diciembre 2021: 5.5 millones), estos son conformados principalmente por gastos generales y administrativos, así como gastos financieros, por su parte, a la fecha algunas empresas relacionadas registraron otros gastos mientras que Inmobiliaria DDJ, S.A. registro intereses financieros, aunque estos no fueron significativos. Por su parte, a la fecha se puede observar que todas las empresas relacionadas tuvieron un aumento en sus gastos, aunque este no fue tan significativo.

En cuanto a la estructura de gastos, Inversiones La Clave, S.A. cuenta con el 36.2% de participación en los gastos, seguido de Inmobiliaria Fuji, S.A. con 18.4% y Village Offices, S.A. con 16% entre estas 3 forman el 70.6% del total de gastos, el 29.4% restante lo forman el resto de las empresas relacionadas.

EGRESOS TOTALES POR EMPRESA RELACIONADA



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

COMPOSICIÓN DE GASTOS A DICIEMBRE 2022 (MILES DE BALBOAS)

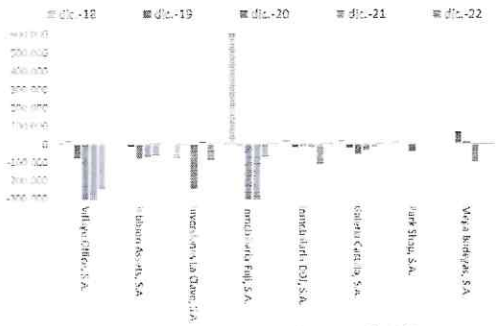
Gastos	Village Offices, S.A.	Ribbon Assets, S.A.	Inversiones La Clave, S.A.	Inmobiliaria Fuji, S.A.	Inmobiliaria DDJ, S.A.	Galeria Castilla, S.A.	Park Shop, S.A.	Mega Bodegas, S.A
Gastos Generales y Administrativos	(542.0)	(473.9)	(1,080.2)	(429.5)	(58.7)	(74.2)	(48.8)	(535.3)
Otros Ingresos (Gastos)	6.5	22.9	42.1	32.4	-	-	-	-
Intereses Financieros	-	-	-	-	(97.3)	-	-	-
Gastos Financieros	(517.4)	(167.2)	(1,349.6)	(817.5)	(2.9)	(120.5)	(53.8)	(327.8)
Total Egresos	**(1,053.0)**	**(618.2)**	**(2,387.7)**	**(1,214.6)**	**(159.0)**	**(194.7)**	**(102.6)**	**(863.1)**

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

Utilidad Neta

Para el periodo de análisis, la pérdida neta total de las empresas relacionadas fue B/. 625.9 miles mostrando una mejora interanual de B/. 444.9 miles (+41.6%) con respecto al periodo anterior (diciembre 2021: B/. 1.1 millones) esto en consecuencia de un alza en los gastos financieros los cuales se dieron al alza a raíz de un aumento en la tasa LIBOR durante el segundo semestre de 2022, esto provoco que los gastos financieros fueran mayores a los ingresos, a pesar de eso, dado que los ingresos se han recuperado considerablemente y el sector inmobiliario continua con un buen dinamismo se espera que en 2023 estos sean mayores a los gastos generando así una utilidad neta positiva, de igual forma, la recuperación en los ingresos se ha notado al periodo de análisis ya que la pérdida neta de las empresas relacionadas ha sido menor al del periodo anterior e incluso en periodos anteriores, aunado a esto, el emisor busca a través de sus bonos tenientes reducir las tasas de interés de las series para poder mantener buen flujo y evitar mantener esas pérdidas.

UTILIDADES NETAS CONSOLIDADAS



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

COMPOSICIÓN DE UTILIDADES A DICIEMBRE 2022 (MILES DE BALBOAS)

	Village Offices, 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 Ingresos	803.7	552.3	2,337.1	1,140.1	44.9	177.7	98.7	854.7
Total Gastos	(1,053.0)	(618.2)	(2,429.8)	(1,214.6)	(159.0)	(194.7)	(102.6)	(863.1)
Utilidad (Pérdida) Neta	(249.3)	(65.9)	(92.7)	(74.5)	(114.1)	(17.0)	(3.9)	(8.5)

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

Indicadores de Rentabilidad

MARGENES DE UTILIDAD A JUNIO 2022 (PORCENTAJES)

Márgenes de utilidad	Village Offices, 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
Margen Bruto (%)	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
Margen Operativo (%)	-131.0%	-111.9%	-104.0%	-106.5%	-354.4%	-109.6%	-103.9%	-101.0%
Margen Neto (%)	-31.0%	-11.9%	-4.0%	-6.5%	-254.4%	-9.6%	-3.9%	-1.0%

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

Con respecto a los indicadores de rentabilidad, el ROE a la fecha de análisis resulto ser positivo en la mayoría de relacionadas debido a la pérdida en el ejercicio y al patrimonio negativo derivado de las pérdidas acumuladas en periodos anteriores, por lo tanto, al tener al tener un patrimonio negativo este indicador no es representativo para la rentabilidad de las relacionadas por lo que, no puede analizarse con certeza y profundidad, a excepción de Inmobiliaria Fuji, S.A. y Mega Bodegas, S.A. las cuales cuentan con un patrimonio positivo y al periodo de análisis presentan un ROE negativo derivado de la pérdida al periodo, de modo que el indicador aún se ve afectado para estas empresas. Se espera que para 2023 dada la recuperación de ingresos, la utilidad se recupere y el indicador sea positivo generando un retorno para estas relacionadas.

Por otra parte, el ROA de las inmobiliarias relacionadas es negativo derivado de la pérdida al periodo demostrando así, que aún no se les presenta un retorno en cuanto a sus activos, sin embargo, dada la recuperación en los ingresos se espera una utilidad positiva en 2023, por su parte las 3 empresas que más participación tienen en los ingresos, son Inversiones La Clave, S.A., Inmobiliaria Fuji, S.A. y Mega Bodegas, S.A. que muestran un ROA casi positivo y con esto se puede observar que los ingresos si han ido aumentando, generando un impacto en la utilidad.

INDICADORES DE RENTABILIDAD A DICIEMBRE 2022 (PORCENTAJE)

Indicadores de rentabilidad	Village Offices, 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
ROA	-3.2%	-1.4%	-0.4%	-0.6%	-21.0%	-1.8%	-0.5%	-0.2%
ROE	18.6%	6.6%	18.7%	-3.7%	19.0%	16.8%	5.2%	-9.0%
Eficiencia	67.4%	85.8%	46.2%	37.7%	130.8%	41.8%	49.4%	62.6%

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

Liquidez

Con respecto a los indicadores de liquidez, la mayoría de las inmobiliarias presentan niveles de liquidez adecuados, puesto que los activos corrientes mostraron un crecimiento mayor en comparación a sus pasivos corrientes, además de esto los activos corrientes representan una mayor proporción del total de activos que los pasivos corrientes con el total de pasivos. Por lo tanto, se observa una mejora en sus niveles de liquidez en la mayoría de las empresas relacionadas. Por parte que las empresas que más participación tienen, Inversiones La Clave, S.A. mostro una mejora importante en sus niveles de liquidez, mientras Inmobiliaria Fuji, S.A. muestra una liquidez negativa producto de que los pasivos corrientes son negativos y por último, Village Offices, S.A. mostro una reducción en comparación al periodo anterior, sin embargo, el resto de las inmobiliarias mostraron una mejora en sus niveles de liquidez y aunque algunos aun se encuentran por debajo de 1 se espera que estos mejoren en periodos anteriores, además, las inmobiliarias pueden hacerle frente a sus obligaciones.

Es importante mencionar que el capital de trabajo de la mayoría de las empresas relacionadas es positivo, ya que sus activos corrientes son mayores a sus pasivos corrientes, esto se considera como bueno, ya que al ser una deuda a largo plazo se esperarían resultados negativos, sin embargo, la mayoría de las inmobiliarias muestran resultados positivos demostrando que este es adecuado.

INDICADORES DE LIQUIDEZ A DICIEMBRE 2022

Indicadores de liquidez	Village Offices, 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
Capital de trabajo	(20.4)	(85.01)	54.94	385.73	16.72	252.43	(336.94)	176.42
Liquidez Corriente	0.7	0.36	1.28	(9.25)	2.41	15.44	0.14	11.58

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

Endeudamiento y Solvencia

Con respecto al endeudamiento, las inmobiliarias reflejan adecuados niveles de deuda, ya que a la fecha estos no cuentan con obligaciones bancarias puesto que esas obligaciones han sido transferidas a los bonos, para la fecha de análisis el endeudamiento total se situó en 1.2 veces mostrándose constante a lo registrado al periodo anterior.

Por otra parte, la deuda financiera con respecto al patrimonio para las empresas relacionadas no se registró en la mayoría de las relacionadas ya que muchas no cuentan con obligaciones bancarias como se mencionó con anterioridad, Village Offices, S.A. y Park Shop, S.A., por su parte si cuentan con este indicador puesto que tienen obligaciones bancarias a corto plazo y es negativo derivado del déficit patrimonial, sin embargo, se destaca que estos han mejorado con respecto al periodo anterior ya que se observa una mejora en el indicador.

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/. 4.4 millones y manteniendo una cobertura consolidada de EBITDA sobre gastos financieros de 1.3 veces, denotando una recuperación en comparación con el año 2021 luego de los efectos de la pandemia. El sector inmobiliario se mantiene en auge y se espera que este siga creciendo para 2023. 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 DICIEMBRE 2022 (PORCENTAJE/VECES)

Indicadores de endeudamiento y solvencia	Village Offices, 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)	1.17	1.22	1.02	0.85	2.10	1.11	1.09	0.98
Obligaciones Bancarias / Pasivo	2.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	52.6%	94.66%
Apalancamiento (Patrimonio/Pasivo)	-0.15	-0.18	-0.02	0.18	-0.52	-0.10	-0.08	0.02
Deuda Financiera / Patrimonio	(0.2)	-	-	-	-	-	(5.3)	-
Deuda Total	818.4	5,300.0	3,147.9	225.6	1,132.5	989.0	524.9	3,597.6
EBITDA	595.9	286.5	1,799.3	956.7	7.2	136.3	70.4	566.1
EBITDA / Gastos Financieros	1.2	2.0	1.3	1.2	0.1	1.1	1.3	1.8
Total Gastos Financieros	510.9	144.3	1,349.6	785.1	100.3	120.5	53.8	327.8

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	Senior	273,002	5.25%	Fija	30-ago-2021	30-ago-31
Bonos Serie P	Subordinada	5,000,000	12.0%	Fija	07-ene-2022	07-ene-2032
Bonos Serie Q	Senior	4,400,000	5.0%	Fija	27-jul-2022	27-jul-2024
Total		**45,680,869**				

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 diciembre 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. Para finales de 2022 los ingresos de las compañías relacionadas totalizaron B/. 6 millones, monto superior a lo proyectado para los demás años, hay que tomar en cuenta que el sector inmobiliario continua en auge y puede convertirse en uno de los pilares de la economía panameña por lo que se espera que estos continúen creciendo.

Por su parte, los gastos administrativos de igual forma superaron lo proyectado y aunque este es mucho mayor a lo proyectado no representa un riesgo para los futuros años ya que en su estructura de ingresos ya mencionada supera en mayor medida a sus gastos y como se menciono anteriormente se espera que los ingresos continúen creciendo para próximos periodos. De igual forma, al final del periodo se observa que el efectivo disponible fue de B/. 6.1 millones estando cerca de lo proyectado, por lo tanto, este puede considerar como adecuado y demuestra que el emisor va acorde a sus proyecciones

Flujo de Caja Proyectado (KHOL)	2022R	2022p	2023p	2024p	2025p	TOTAL
Flujo de Caja						
Actividades de Operación						
Ingresos	6,009,038.4	4,808,122.1	4,967,245.0	5,162,112.0	5,341,245.0	20,278,724.1
Gastos Administrativos	3,242,713.9	780,380.8	780,380.8	780,380.8	780,380.8	3,121,523.2
Flujo de actividades de Operación	2,766,324.5	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	3,392,216.0	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	**6,158,540.48**	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.

Para finales de 2022, la cobertura consolidada real sobre gastos financieros se ubicó en 1.8 veces, asimismo, se registraron amortizaciones, por lo tanto, el indicador sobre servicio de deuda se situó sobre 1.2 veces. Como se puede observar en las proyecciones lo real en 2022 estuvo un poco alejado de lo que se tenía proyectado para finales de año, sin embargo, estos indicadores se encuentran por encima de 1, por lo que, el emisor puede cumplir con el pago de sus obligaciones, así pues estos se consideran como adecuados, asimismo, se espera que los ingresos continúen creciendo para próximos periodos por lo que esto impactaría positivamente en los indicadores de cobertura situándolos más apegados a lo que se tiene proyectado para próximos años.

	2022R	2022p	2023p	2024p	2025p	TOTAL
Flujo de caja disponible para servicio de la deuda	6,158,540	7,748,304	7,887,505	8,065,373	9,439,054	33,140,237
Gastos Financieros	3,392,216	1,784,320	1,351,827	1,635,319	2,767,939	7,539,405
Amortización	1,602,092	1,936,243	2,348,814	2,048,323	2,110,251	8,443,631
Flujo de caja disponible / Gsts. Financieros	1.8	4.3	5.8	4.9	3.4	4.1
Flujo de caja disponible / Servicio de la deuda	1.2	2.1	2.1	2.2	1.9	1.9

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

BALANCE GENERAL INMOBILIARIAS (EN MILES DE B/.)
AL 31 DE DICIEMBRE DE 2022

Cuenta	Village Offices, 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
Activos (miles de Balboas)								
Efectivo y Bancos	35.5	28.7	73.9	51.6	4.7	44.0	52.4	127.6
Cuentas por Cobrar	6.2	12.2	164.1	265.7	15.0	8.8	-	-
Cuentas por Cobrar, Partes Relacionadas (corriente)	-	-	-	-	-	227.9	-	-
Gastos e Impuestos Pagados por Anticipado	10.2	7.0	10.5	30.8	8.9	-	2.1	65.4
Total Activo Corriente	**52.0**	**47.9**	**248.5**	**348.1**	**28.6**	**280.6**	**54.5**	**193.1**
Propiedades de Inversión, Neto	7,341.3	4,501.2	20,410.5	11,774.2	515.2	643.9	421.6	1,122.3
Vehículo, Mobiliario y Enseres, Neto	33.7	-	-	66.1	-	-	-	-
Cuentas por Cobrar, Partes Relacionadas	124.7	-	-	1,043.4	-	-	376.2	2,579.5
Adelanto a Compra de Inmuebles	202.0	-	-	-	-	-	-	-
Inversión en acciones	-	-	-	10.0	-	-	-	-
Otros Activos	-	13.8	8.1	-	-	8.0	-	-
Total Activo No Corriente	**7,701.8**	**4,515.0**	**20,418.6**	**12,893.6**	**515.2**	**651.9**	**797.8**	**3,701.7**
Total Activo	**7,753.8**	**4,562.9**	**20,667.1**	**13,241.7**	**543.8**	**932.5**	**852.3**	**3,894.8**
Pasivos (miles de Balboas)								
Cuentas por Pagar	12.4	115.2	69.2	111.6	4.4	0.5	-	11.6
Cuentas por Pagar, Partes Relacionadas	-	-	100.0	-	-	-	-	-
Obligaciones Bancarias corto plazo	53.3	-	-	-	-	-	389.0	-
Impuesto acumulado por pagar	-	-	-	-	-	1.0	-	-
ITBMS por Pagar (neto)	4.0	(2.1)	-	(151.8)	(0.1)	-	0.4	-
Anticipos Recibidos de Clientes	2.6	4.2	10.6	2.5	0.6	7.9	1.9	-
Retenciones por pagar	-	3.7	1.2	-	-	-	-	-
Depósitos Recibidos en Garantía	67.7	65.4	376.1	111.7	6.0	26.9	10.0	186.1
Cuentas por pagar Interes Diferido	468.5	-	-	-	-	-	-	-
Gastos e impuestos acumulados por pagar	-	-	10.7	-	-	-	-	-
Caja de seguro social por pagar	-	1.0	1.7	-	-	-	-	-
Otros Pasivos	-	10.9	-	-	1.0	8.8	-	5.0
Total Pasivo Corriente	**608.5**	**198.3**	**569.6**	**74.1**	**11.9**	**45.0**	**401.4**	**202.8**
Obligaciones Bancarias	182.1	-	-	-	-	-	-	-
Cuentas por pagar	-	-	-	-	-	-	-	3,597.6
Cuentas por Pagar, Partes Relacionadas	7,733.4	5,299.9	2,543.2	9,795.2	1,131.9	989.0	487.4	-
Cuentas por Pagar, Accionistas	570.7	0.1	504.7	1,074.2	-	-	37.5	-
Ingresos e Impuestos diferidos	-	-	164.1	-	-	-	-	-
Cuentas por pagar Interés Diferido	-	70.8	17,381.1	-	-	-	-	-
Otros Pasivos	1.4	-	-	265.7	-	-	0.0001	-
Pasivo No Corriente	**8,487.5**	**5,370.8**	**20,593.1**	**11,135.1**	**1,131.9**	**989.0**	**524.9**	**3,597.6**
Total Pasivo	**9,096.0**	**5,569.1**	**21,162.8**	**11,209.2**	**1,143.7**	**1,034.1**	**926.4**	**3,800.4**

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

Patrimonio (miles de Balboas)								
Capital Social Común	23.4	10.0	10.0	10.0	10.0	15.0	10.0	155.3
Utilidad (Pérdida) Retenida	(1,116.3)	(950.3)	(455.1)	2,097.0	(495.8)	(99.6)	(80.2)	(52.4)
Resultado del Periodo	(249.3)	(65.9)	(50.5)	(74.5)	(114.1)	(17.0)	(3.9)	(8.5)
Total Patrimonio	**(1,342.2)**	**(1,006.2)**	**(495.7)**	**2,032.5**	**(599.9)**	**(101.6)**	**(74.1)**	**94.4**

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

ESTADO DE RESULTADOS INMOBILIARIAS (EN MILES DE B/.)
AL 31 DE DICIEMBRE DE 2022

ESTADO DE RESULTADOS INMOBILIAIRIAS (EN MILES DE B/.)	Village Offices, 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
Ingresos por Alquiler	766.3	405.9	2,483.7	1,413.0	44.9	175.0	104.5	854.7
Ingresos por Mantenimiento	-	47.4	219.0	-	-	6.8	-	-
Dev. y descuento en alquileres	(28.2)	(32.2)	(365.8)	(273.0)	-	(4.7)	(5.8)	-
Otros Ingresos (por intereses, exentos)	65.6	131.3	0.3	0.1	-	0.6	-	-
Total Ingresos	**803.7**	**552.3**	**2,337.1**	**1,140.1**	**44.9**	**177.7**	**98.7**	**854.7**
Gastos Generales y Administrativos	(542.0)	(473.9)	(1,080.2)	(429.5)	(58.7)	(74.2)	(48.8)	(535.3)
Utilidad (pérdida) en operaciones	**261.6**	**78.4**	**1,256.9**	**710.6**	**(13.8)**	**103.4**	**49.9**	**319.3**
Otros Ingresos (Gastos)	6.5	22.9	42.1	32.4	-	-	-	-
Intereses Financieros	-	-	-	-	(97.3)	-	-	-
Gastos Financieros	(517.4)	(167.2)	(1,349.6)	(817.5)	(2.9)	(120.5)	(53.8)	(327.8)
Utilidad (pérdida) Neta	**(249.3)**	**(65.9)**	**(92.7)**	**(74.5)**	**(114.1)**	**(17.0)**	**(3.9)**	**(8.5)**

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

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

Balance general combinado Kadima Holdings	dic.-18	dic.-19	dic.-20	dic.-21	dic.-22
ACTIVOS					
Efectivo	2,500	9,795	14,225	7,346	2,886
Total activos corrientes	**2,500**	**9,795**	**14,225**	**7,346**	**2,886**
Cuentas por cobrar partes relacionadas	-	34,929,687	38,425,459	37,251,192	44,865,265
Total de activos	**2,500**	**34,939,482**	**38,439,684**	**37,258,538**	**44,868,150**
PASIVOS					
Pasivos corrientes					
Bonos Corp Rotativos	-	4,625,877	2,956,550	-	-
Total pasivo corriente	**-**	**4,625,877**	**2,956,550**	**-**	**-**
Pasivos no corrientes					
Cuentas por pagar, accionistas	5,223	-	-	-	-
Bonos Corp Rotativos	-	30,327,661	35,512,364	37,294,038	44,909,546
Total pasivo no corriente	**5,223**	**30,327,661**	**35,512,364**	**37,294,038**	**44,909,546**
Total de pasivos	**5,223**	**34,953,538**	**38,468,914**	**37,294,038**	**44,909,546**
Posición de los accionistas					
Capital de accionistas	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
Déficit acumulado	(12,723)	(24,056)	(39,230)	(45,500)	(45,501)
Utilidad neta	-	-	-	-	(5,895)
Total posición de accionistas	**(2,723)**	**(14,056)**	**(29,230)**	**(35,500)**	**(41,395)**
Total pasivo + patrimonio	**2,500**	**34,939,482**	**38,439,684**	**37,258,538**	**44,868,150**

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

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

Kadima hondings, S.A.	dic.-18	dic.-19	dic.-20	dic.-21	dic.-22
Total de ingresos	-	-	-	-	-
Gastos generales y administrativos					
Honorarios profesionales	-	(10,574)	(14,432)	(6,270)	(5,594)
Comisión por estructuración de bonos	-	-	-	-	-
Impuestos	-	(759)	(742)	-	(301)
Licencia comercial	-	-	-	-	-
Total de gastos generales y administrativos	-	(11,333)	(15,174)	(6,270)	(5,895)
Pérdida neta	**-**	**(11,333)**	**(15,174)**	**(6,270)**	**(5,895)**

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