

Panamá, 4 de agosto de 2022.

Señores

TENEDORES INDIRECTOS

Ciudad.-

Referencia: Calificación de Riesgo – Inmobiliaria Cervelló

Estimados Señores:

Por este medio Inmobiliaria Cervelló, S.A., y en referencia a la emisión pública del Programa Rotativo de Bonos Corporativos de Inmobiliaria Cervelló, S.A., autorizada mediante Resolución SMV No. 204-19 hasta por la suma de cien millones de dólares (US\$100,000,000.00), les remitimos Calificación de Riesgo del Emisor, emitida por Pacific Credit Rating *PA*AA-, Estable.

Sin más por el momento, nos despedimos,

Atentamente,



Jorge Patricio Riba Baca

Director

Inmobiliaria Cervelló, S.A. Programa Rotativo de Bonos Corporativos

Comité No. 77/2022

Informe con EEFF auditados al 31 de diciembre de 2021	Fecha de comité: 18 de julio 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-18	dic-19	dic-20	dic-21
Fecha de comité	4/04/2019	27/08/2020	29/10/2021	18/07/2022
Programa Rotativo de Bonos Corporativos (SMV. No. 204-19)	PA AA-	PA AA-	PA AA-	PA AA-
Perspectiva	Estable	Estable	Estable	Estable

Significado de la calificación

Categoría AA. Emisiones con alta calidad crediticia. Los factores de protección son fuertes. El riesgo es modesto, pudiendo variar en forma ocasional por las condiciones económicas.

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

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

Racionalidad

En comité de Calificación de Riesgo, PCR decidió mantener la calificación de **PA AA-** al **Programa Rotativo de Bonos Corporativos** con perspectiva "**Estable**" a Inmobiliaria Cervelló, S.A. con información al 31 de diciembre de 2021. La calificación de Inmobiliaria Cervelló, S.A. se fundamenta a partir de los ingresos derivados del arrendamiento generado por las empresas afiliadas que, a su vez, actúan como garantes de los bonos senior emitidos y que proyectan un desempeño financiero apropiado para hacer frente al repago de la deuda. Por su parte, la calificación se ve limitada por la reducción constante en los niveles de liquidez y la ajustada cobertura sobre la deuda.

Perspectiva

Estable

Resumen Ejecutivo

La calificación de riesgo otorgada al Programa Rotativo de Bonos Corporativos de Inmobiliaria Cervelló, S.A., se basa en la evaluación de los siguientes aspectos:

Adecuados en niveles de liquidez. A la fecha de análisis, los activos líquidos de Inmobiliaria Cervelló, S.A. se situaron en B/. 3.3 millones, los cuales se redujeron a la fecha de análisis principalmente por el decremento en Fondos en Fideicomiso, a causa de que se otorgaron fincas a favor de Prival Bank. De esta manera, la compañía registro una leve disminución en los niveles de liquidez, pasando de 1.7 veces del año anterior, a 1.6 veces en diciembre de 2021, a pesar de la disminución en el indicador, cuentan con liquidez suficiente para cumplir con

sus obligaciones de más corto plazo, y generando un capital de trabajo positivo de B/. 1.2 millones (diciembre 2020: B/. 1.7 millones), por lo cual sus niveles de liquidez se consideran adecuados.

Niveles de solvencia y endeudamiento. Inmobiliaria Cervelló, S.A. reflejó un nivel de solvencia (activo total / pasivo total) de 100.1%, mostrando un leve decremento de 0.2 p.p. respecto a diciembre de 2020, debido a que los activos disminuyeron en mayor proporción interanualmente que los pasivos. Asimismo, el endeudamiento patrimonial, para diciembre de 2021, registró un considerable crecimiento, posicionándose en 1,127 veces (diciembre 2020: 314 veces), derivado de un decremento mayor del patrimonio debido a la disminución de las utilidades retenidas a la fecha de análisis, derivado de que la empresa realizó reparto de dividendos en los últimos 2 períodos, lo cual ha ocasionado esta disminución considerable en el patrimonio a la fecha de análisis; no obstante, dicho grado de apalancamiento es debido a la razón de existencia de la compañía, pues esta fue creada para actuar como vehículo emisor de sus empresas afiliadas.

Proyección del flujo neto. Respecto a los ingresos destinados para las cuentas del fideicomiso provenientes de las compañías relacionadas, estas reflejaron una cobertura promedio en cuanto a los gastos financieros de 1.1 veces, así mismo, para la fecha de análisis la cobertura se ubicó en 1.4 veces, siendo igual al el valor proyectados y la cobertura del pago de la deuda, ya que los ingresos a la fecha de análisis fueron superiores como consecuencia de las ganancias en valores negociables al valor esperado en 2021, lo que indica que Inmobiliaria Cervelló cuenta con la capacidad de pago de intereses sobre la deuda.

Constitución de Garantías. Los Bonos de las Series Senior están garantizados a través de un Fideicomiso Irrevocable de Garantía con Prival Trust, S.A., el cual cuenta con la primera hipoteca y anticresis sobre una serie de Bienes Inmuebles, cuyo valor de avalúo deberá cubrir en todo momento al menos el 200% y a la fecha de análisis el valor de los avalúos actualizados se encuentra por encima, indicado una adecuada cobertura y cumpliendo con lo indicado en el prospecto del programa,

Apropiados flujos de ingresos proyectada. Inmobiliaria Cervelló, S.A. presentó un alza en sus ingresos totales de B/. 6.4 millones, respectivamente, lo cual totalizó en una utilidad neta de B/. 1.2 millones, siendo mayor interanualmente, mejorando el margen operativo con un valor de 20.1%, calculado respecto a la utilidad neta sobre los ingresos totales. Asimismo, para la fecha de análisis se presentó un EBITDA de B/. 6.3 millones, colocándose por encima al valor esperado para el cierre de 2021 derivado de un mayor ingreso en (+1.5%), como consecuencia de las alzas en los ingresos por servicios y en la ganancia de valores comerciales, mostrando leves recuperaciones del impacto causado por las restricciones a causa de la pandemia COVID-19.

Respaldo del grupo. Inmobiliaria Cervelló, S.A. cuenta con el respaldo de las compañías: Casselberry, S.A., Xandri, S.A. y otras empresas que podrán ser incorporadas al grupo, las cuales obtienen sus ingresos por medio del arrendamiento de locales comerciales.

Metodología utilizada

La opinión contenida en el informe se ha basado en la aplicación de la metodología para la Calificación de riesgo de Instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo, acciones preferentes y emisores con fecha 09 de noviembre de 2017.

Información utilizada para la calificación

- **Información financiera:** Estados Financieros auditados de diciembre 2015 a diciembre 2021, Estados Financieros interinos a junio 2017 y junio 2018, y Estados Financieros interinos a septiembre 2017 y 2018.
- **Emisión:** Prospecto Informativo del Programa Rotativo de Bonos Corporativos y Proyecciones Financieras de 2020 a 2029.

Factores Clave

Factores clave que podrían mejorar la calificación son:

- Incremento constante en los ingresos a largo plazo.
- Mejora sostenible en los niveles de solvencia.

Factores clave que podrían desmejorar la calificación son:

- Decremento sostenido en los ingresos por arrendamientos.
- Disminución constante en cobertura de la deuda y por debajo de 1.
- Reducción continua en niveles de liquidez a mediano plazo.
- Deterioro en la calidad crediticia de las compañías relacionadas.
- Que el valor de las garantías se ubique por debajo del nivel establecido.

Limitaciones potenciales para la calificación

- **Limitaciones encontradas:** No se encontró limitación alguna en la información enviada.
- **Limitaciones potenciales: (Riesgos Previsibles):** i Para la fecha de análisis, se percibe la falta de certeza económica que se deriva de la pandemia propagada durante el año 2020, la cual generó un efecto de recesión en la economía global. De esta manera, la calificación se considera sujeta al riesgo expuesto por dicha coyuntura y al éxito de las medidas de administración aplicadas por la institución durante el período de incertidumbre financiera. Asimismo, de ser positivo el resultado de las estrategias de la institución, se podrá permitir la mejora de la organización respecto a su situación financiera actual.

Hechos de Importancia

- El 27 de enero de 2020, se notificó a la Bolsa de Valores de Panamá la Actualización del Prospecto Informativo del Programa Rotativo de Bonos Corporativos que modifica términos para remediar ambigüedades y corregir inconsistencias contenidas en el texto, que en ningún caso afecta adversamente los intereses de los tenedores registrados de los bonos.
- El 27 de mayo de 2021, se notificó a la Bolsa de Valores de Panamá la redención anticipada en su totalidad de la Serie A por US\$ 73,312,500 y en forma parcial la Serie C por US\$1,500,000 en conformidad con lo dispuesto en el prospecto informativo del Programa y el Suplemento de dichas series.
- El 18 de junio de 2021, se notificó a la Bolsa de Valores de Panamá la oferta pública de la Serie D por US\$ 70,000,000 y de la Serie E por US\$1,000,000 en conformidad con lo dispuesto en el prospecto informativo del Programa y el Suplemento de dichas series.

Contexto Económico

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

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

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

A diciembre 2021, el índice mensual de actividad económica (IMAE) registro un crecimiento de +16%, en comparación de junio 2020. De igual manera, el índice mensual de actividad económica (IMAE) acumulado de enero a junio 2021, presentó un aumento de +13.05% en comparación del mismo período del año 2020. Esto

representa un comportamiento positivo en la economía panameña, mostrando un proceso de recuperación tras el impacto de la pandemia COVID-19

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

Contexto Sector

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

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

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

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

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

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

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

Análisis de la institución

Reseña

Inmobiliaria Cervelló, S.A. fue constituida el 11 de febrero de 2014, bajo la Ley de Sociedades Anónimas en la República de Panamá y está inscrita en el Registro Público en el rollo 2551780, imagen 1 y ficha 826450 de la sección mercantil. La actividad principal de la compañía es la emisión de bonos a través de la Bolsa de Valores de Panamá, autorizada mediante la Resolución SMV. No. 204-19 del 23 de mayo de 2019 de la Superintendencia de Valores de Panamá, que es la institución que la regula mediante la Ley No. 67 del 1 de septiembre de 2011. La empresa se dedica, entre otras cosas, a extender facilidades crediticias a sus afiliadas (Casselberry, S.A., Xandri, S.A. y otras empresas que podrán ser incorporadas de tiempo en tiempo al grupo), que, a su vez, utilizan dichas facilidades de crédito para cancelar sus deudas y financiar sus proyectos próximos. Su oficina principal se encuentra ubicada en Sana María Business District, Juan Díaz, PH Santa María Office Plex 71, Ciudad de Panamá, República de Panamá.

Gobierno Corporativo

PCR efectuó un análisis, respecto a sus prácticas de Gobierno Corporativo¹. Los accionistas de la misma clase tienen los mismos derechos y sí cuenta con un área encargada de la comunicación con los accionistas por medio del gerente general y la Junta Directiva, aunque esta no se encuentra designada formalmente. Por su parte, la compañía no cuenta con un reglamento de la junta general de accionistas, sin embargo, esta realiza convocatorias para una junta de accionistas contando con un plazo estipulado y establecido de una periodicidad de 2 semanas. De esta manera, en dichas juntas, la organización tiene permitido a los accionistas la incorporación de puntos a debatir y la delegación de voto, siendo este un proceso sin formalidad debido a que no cuenta con un reglamento de directorio.

PLANA GERENCIAL

Nombre	Cargo
Jorge P. Riba Baca	Gerente General
Jorge P. Riba Navarro	Gerente Financiero y de Proyectos
Yanina Iveth Ponce Castro	Gerente Administrativa

Fuente: Inmobiliaria Cervelló, S.A. / Elaboración: PCR

De acuerdo con el Pacto Social, todas las acciones cuentan con los mismos derechos y privilegios, y cada acción tendrá derecho a un voto en todas las juntas de accionistas. Según el artículo sexto del Pacto Social, la sociedad tendrá un mínimo de tres directores. Adicionalmente, en las sesiones de la Junta Directiva y de la Junta de Accionistas, cualquiera de sus miembros podrá ser representado y votar por medio de un apoderado que no necesariamente tiene que ser director ni accionista, una vez su nombramiento haya sido por escrito, en documento público o privado, y con poder de sustitución o sin él. Los miembros de la Junta Directiva de la sociedad se muestran a continuación:

CONSTITUCIÓN DEL DIRECTORIO

Nombre	Cargo	Área de especialización	Experiencia
Jorge P. Riba Navarro	Presidente	Finanzas	37 años
Jorge P. Riba Baca	Vicepresidente	Finanzas y administración de empresas	10 años
Javier Eduardo Riba Peñalba	Secretario	Ingeniería mecánica	40 años
Rodrigo José Riba González	Tesorero	Ingeniería industrial y sistemas	10 años
María Lorena del Carmen Riba Navarro	Vocal	Gestora de cultura	35 años
Nuria Elena Riba Vergara de García	Vocal	N/E	24 años

Fuente: Inmobiliaria Cervelló, S.A. / Elaboración: PCR

De esta manera, se determina que la compañía no ha adoptado los principios y procedimientos de un buen gobierno corporativo dentro de la organización, de conformidad con estándares internacionales y con las guías y principios recomendados por la Superintendencia del Mercado de Valores.

Grupo Económico

Inmobiliaria Cervelló, S.A. es miembro de un grupo de empresas que tienen administración conjunta, que ejercen influencia en las decisiones administrativas y de operaciones de todas las empresas relacionadas y, por lo tanto, ciertas transacciones entre el grupo reflejan intereses comunes. La compañía no cuenta directamente con personal y las funciones administrativas son realizadas por los ejecutivos de Constructora Xandri, S. A.² El

¹ Actualizado por medio de nuestra encuesta ESG en diciembre 2020.

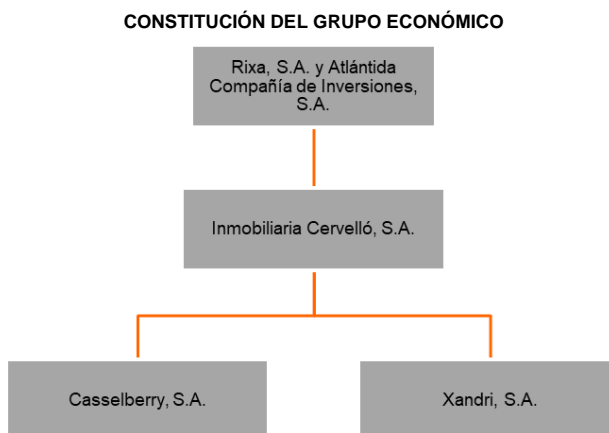
² Parte de Xandri, S.A., que ofrece servicios de construcción industrial, comercial, servicios de tramitología y servicios de desarrollo de planos en el mercado de construcción.

capital social está compuesto por 500 acciones comunes con valor nominal de USD 100 cada una. La compañía cuenta con dos accionistas, con igual participación, que se muestran en el siguiente cuadro:

PARTICIPACIÓN ACCIONARIA	
Accionista	Participación
Rixa, S.A.	49.94%
Atlántida Compañía de Inversiones, S.A.	49.94 %

Fuente: Inmobiliaria Cervelló, S.A. / Elaboración: PCR

De esta manera, Inmobiliaria Cervelló, S.A. se categoriza como una empresa creada para actuar como vehículo para la emisión del Programa Rotativo de Bonos Corporativos que es utilizado para la extensión de facilidades de créditos a las compañías afiliadas o relacionadas, que, a su vez, utilizan dichas facilidades crediticias para cancelar deudas existentes y financiar nuevos proyectos.



Fuente: Inmobiliaria Cervelló, S.A. / Elaboración: PCR

Es importante destacar que para diciembre de 2019, mediante escrituras públicas, fueron celebrados algunos Convenios de Fusión por los cuales se presentaron los siguientes cambios: las entidades Plaza Bolívar Holdings, S.A. y Hazlebury Ventures, Corp. han sido absorbidas por la sociedad Xandri, S.A., y por su parte, PTY Investment Inc. ha sido absorbida por la sociedad Casselberry, S.A. De esta manera, como resultado de dichas fusiones, las sociedades Xandri, S.A. y Casselberry, S.A. han absorbido todos los activos, pasivos u obligaciones de dichas entidades, manteniendo vigente la garantía hipotecaria que se establece respecto a los bonos de las series senior constituida a favor del fiduciario (Prival Trust, S.A.), y a su vez, generando el cese de la existencia jurídica para las entidades absorbidas.

Responsabilidad Social Empresarial

PCR efectuó un análisis, respecto a las prácticas de Responsabilidad Social Empresarial ³de Inmobiliaria Cervelló. La compañía no ha identificado a sus grupos de interés, por lo que no realiza un proceso formal de consulta a sus directivos. Asimismo, debido a que no cuenta con una estrategia de sostenibilidad definida, no se ha elaborado un reporte de sostenibilidad y no cuenta con programas o políticas ambientales que promuevan la eficiencia energética, la gestión de residuos y el cuidado del agua, así como la ausencia de la evaluación de criterios ambientales en sus proveedores y de consideración de los efectos e impactos del cambio climático para la definición de la estrategia comercial. Sin embargo, Inmobiliaria Cervelló, S.A., en la fecha de análisis, no ha sido objeto de multas o sanciones en materia ambiental, y sí se reconoce la realización de algunas acciones que promueven la erradicación del trabajo infantil y el trabajo forzoso, aunque no forma parte de programas formales. De esta manera, la compañía evita contratar a menores de edad, sin embargo, de ser necesaria una contratación de dicho tipo, esta se hace en base a lo establecido en el Artículo No. 117 y 120⁴ del Código de Trabajo de la República de Panamá, el cual forma parte del Reglamento Interno de Trabajo y Código de Ética de la institución, actualizados al 20 de marzo de 2015.

Por su parte, a pesar de que la compañía no cuenta con una política formal respecto a las capacitaciones y la frecuencia de estas, esta sí realiza algunos programas de capacitación y formación por medio de procesos

³ Actualizado por medio de nuestra encuesta ESG en diciembre 2020.

⁴ Referencia a la permisividad de contratación de personas entre 14 y 18 años, con condiciones, ordinarias y matutinas.

exteriores para que los miembros de la institución puedan tomar cursos y seminarios relacionados a su respectiva área de trabajo. Además, Inmobiliaria Cervelló, S.A. otorga los beneficios de ley a sus trabajadores, incluyendo beneficios adicionales, y realiza algunas acciones que promueven su participación en la comunidad a través de la estructuración de actividades tales como la pintura en escuelas, adecuación de pavimentación, apoyo a ligas deportivas, entre otras.

Operaciones y Estrategias

Contratos

En el siguiente cuadro se presenta el detalle de los contratos de alquiler vigentes de las entidades Casselberry, S.A. y Xandri, S.A. a ser cedidos al Fideicomiso de Garantía, los cuales cuentan con una duración de 10 años, siendo Supermercados Riba Smith, S.A. su principal arrendatario. Dichos contratos fueron firmados el 30 de junio de 2019, por lo que, para la fecha de análisis, Casselberry, S.A. y Xandri, S.A. contaban con 4 y 5 contratos vigentes, respectivamente. De esta manera, todos se caracterizan con fecha de vencimiento en julio de 2029.

Arrendador	Arrendatario	Ubicación	Duración	Vigencia	Vencimiento
Casselberry, S.A.	Riba Smith, S.A.	Transistmica, Bella Vista, Multiplaza	10 años	jul-19	jul-29
Casselberry, S.A.	Industrias Alimenticias Ricas Viandas	La Pita	10 años	jul-19	jul-29
Casselberry, S.A.	Riba Smith, S.A.	La Pita	10 años	jul-19	jul-29
Casselberry, S.A.	Viveres de Panamá	La Pita	10 años	jul-19	jul-29
Xandri, S.A.	Riba Smith, S.A.	Costa del Este, Majagual, Transistmica	10 años	jul-19	jul-29
Xandri, S.A.	Delirys, S.A.	Costa del Este, Majagual, Transistmica	10 años	jul-19	jul-29
Xandri, S.A.	Riba Smith, S.A.	Brisas del Golf	10 años	jul-19	jul-29
Xandri, S.A.	Riba Smith, S.A.	Brisas del Golf	10 años	jul-19	jul-29
Xandri, S.A.	Riba Smith, S.A.	Chorrera	10 años	jul-19	jul-29

Fuente: Inmobiliaria Cervelló, S.A. / Elaboración: PCR

Por su parte, todos los contratos establecen que el canon de arrendamiento mensual se debe cancelar en los primeros 20 días de cada mes. Si no se cumple anterior dentro del plazo estipulado, se podrá cobrar una mora de 3 % sobre la mensualidad del alquiler. Asimismo, partir de la renovación de los contratos en junio de 2019, se aplicó un incremento que se mantiene entre el 1 % y el 3 % en el precio mensual del arrendamiento, siendo calculado durante cada periodo respecto a la utilización de la variación del índice de precios al consumidor promedio de los últimos cinco años. Por último, se hace constar que no se puede dar una terminación anticipada al contrato hasta el tercer año de vigencia sin previa autorización del Fideicomiso, y de ser el caso, se deberá pagar una indemnización del 3 % sobre los cánones que no serán cubiertos en los años restantes del plazo ya establecido en dicho contrato.

Análisis Financiero

Activos

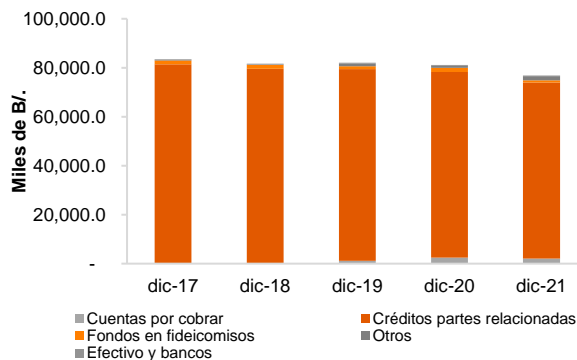
Para diciembre de 2021, los activos de Inmobiliaria Cervelló, S.A. totalizaron B/. 76.9 millones (diciembre 2020: B/. 81 millones), presentando un decremento interanual de B/. 4.2 millones (-5.1%), producto del decremento en los préstamos por cobrar entre partes relacionadas a corto plazo en B/. 3.9 millones (-5.2%) y a largo plazo en B/. 431.3 miles (-17%), debido principalmente a la disminución entre partes relacionadas con Casselberry, S.A. (-5.2%), derivado a que en 2020 se empezó a abonar por parte de estas empresas relacionadas los préstamos por pagar con Inmobiliaria Cervelló y para la fecha de análisis se continúan con estos abonos. Al momento de realizar la redención anticipada de la serie A, el saldo que mantenía la misma era de 73.3 millones por lo que Xandri y Casselberry realizaron pagos extraordinarios a Inmobiliaria Cervelló como abono, a fin de que esta utilizara los fondos para amortizar la serie A y cancelar la misma con los fondos de la Serie D por B/. 70 millones. Adicionalmente, se presentó un decremento en los fondos en fideicomisos⁵ en B/. 757.3 miles (-44.5%) respectivamente, derivado de las cuentas corrientes con Prival Bank, S.A., en estos fondos se constituye un Fideicomiso Irrevocable de garantía a favor de Prival Bank, S.A., Global Bank Corporation, Banco de Panamá, Xandri, S.A. y Casselberry, S.A., ya que estos fondos deben garantizar el compromiso de pago de capital e intereses a cubrir dentro del trimestre siguiente, por lo cual, se realizó la redención anticipada de la serie A y se emitió la serie D, lo que ocasiono la disminución en el fondo, ya que en esta cuenta de reserva solo incluye el pago de intereses y no incluye el pago de capital, ya que la serie D cuenta con un periodo de gracia para el pago de capital de un año.

Los activos no corrientes representaron el 95.7% del total de los activos donde los préstamos por cobrar entre partes relacionadas, que totalizan B/. 71.8 millones representan el 93.4% de la totalidad de los activos, estos son producto de la emisión de bonos que representa el vínculo del flujo financiero de pagos entre las empresas

⁵ Los fondos de fideicomiso corresponden al contrato vigente, mediante el cual se constituye el Fideicomiso Irrevocable de Garantía a favor de Prival Bank, S.A.

relacionadas y el vehículo, siendo este último, Inmobiliaria Cervelló, S.A. Por su parte los activos corrientes representaron el 4.3% del total de los activos, donde la única cuenta que reflejó un incremento interanual fue el efectivo en B/. 199.2 millares (+2.5%) derivado principalmente del incremento en las cuentas corrientes con Banco General, S.A. en B/. 184.1 miles (+2.4 veces) y Prival Bank, S.A. en B/. 15.8 miles (+12.6 veces).

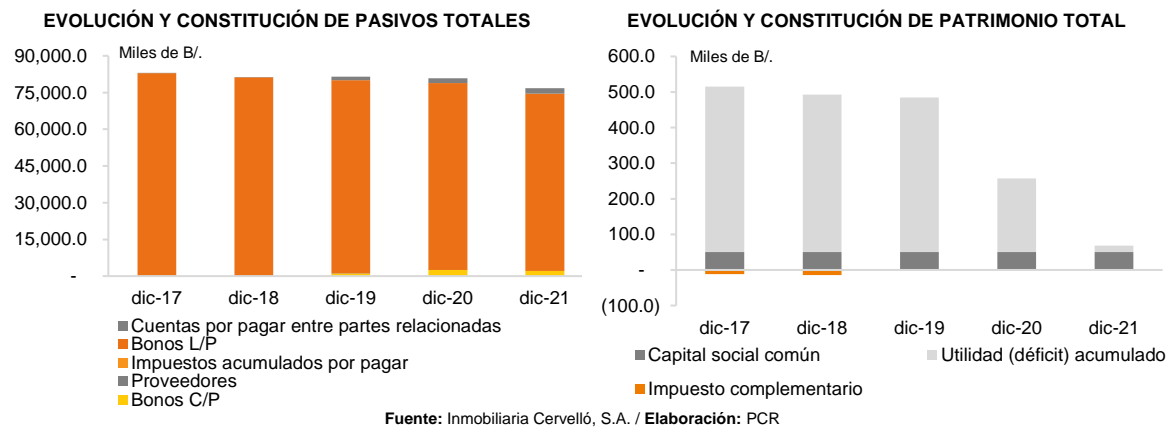
EVOLUCIÓN Y CONSTITUCIÓN DE ACTIVOS TOTALES



Pasivos y Patrimonio

Para el segundo semestre de 2021, los pasivos totales de Inmobiliaria Cervelló, S.A. se ubicaron en B/. 76.8 millones, decrecentando en B/.3.9 millones (-4.9%), debido principalmente al decremento presentado en los bonos por pagar a largo plazo en B/.3.9 millones (-5.1%) y los bonos por pagar a corto plazo también disminuyeron en B/.431.3 miles (-17%), la disminución en los bonos se deriva principalmente derivado de la menor cantidad de monto autorizado en la redención anticipadas de las series D y E que se emitieron a medio año, la Serie Senior D fue emitida por B/.70 millones y el uso de los fondos fueron utilizados para cancelar el saldo insoluto de la Serie Senior A del Programa de Bonos Corporativos y la serie Subordinada E por B/. 1 millón, los fondos fueron utilizados para cancelar parcialmente la Serie Senior C, los cuales reflejan el cambio en la estructura de emisión generado por el acogimiento a la redención anticipada sobre el saldo insoluto del programa de emisión de bonos corporativos anterior (Resolución SMV No. 333-14). Por su parte las cuentas por pagar entre partes relacionadas son la única cuenta que reflejó un incremento a la fecha de análisis en los pasivos, (+B/. 317 miles, +16.8%), producto de la reserva de intereses con Casselberry, S.A. y Xandri, S.A. por Convenio de Fusión por absorción realizado en 2019.

Por su parte, el patrimonio de la entidad totalizó B/. 68.2 miles, generando un decremento de B/. 189.1 miles (-73.5%) respecto a la misma fecha del periodo anterior (diciembre 2020: B/. 257.2 millares). Dicho decremento fue producto de la disminución significativa presentada en las utilidades acumuladas de B/. 189.1 miles, ya que en el 2021 se realizó una distribución de dividendos por B/. 169.6 miles en el periodo, la distribución de dividendos se realizó a causa de que se generó una ganancia considerable en prima, producto de la emisión de la serie D, por lo cual las utilidades del periodo de 2021 incrementaron notablemente, por consiguiente, se distribuyeron más dividendos y se obtuvo una utilidad acumulada para periodo de análisis de B/. 18.2 miles, reflejando la disminución en el patrimonio. De esta manera, este rubro representó el 26.6% del total del patrimonio, mientras que el capital social común correspondió al 73.4% restante, y totalizó B/. 50 miles, conformado por 500 acciones autorizadas por un valor nominal de B/.100. Cabe resaltar que la empresa empezó a distribuir dividendos a partir del año 2020, lo cual ha reducido el Patrimonio considerablemente en los últimos 2 años, afectando los niveles de solvencia de la empresa y decrecentando a la fecha de análisis, concluyendo que se ha disminuido la participación de sus acreedores.



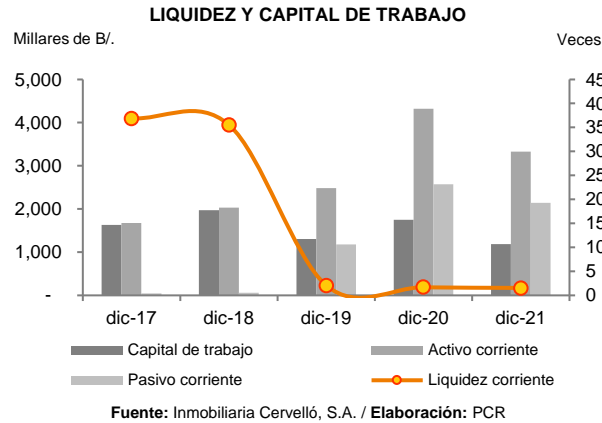
Liquidez y Flujo de Efectivo

Para mitigar el riesgo de liquidez y flujo de efectivo, Inmobiliaria Cervelló, S.A. evalúa sus recursos y fondos disponibles, así como los vencimientos de activos y pasivos para que estos no afecten la liquidez de sus operaciones. Los activos corrientes de la compañía totalizaron B/. 3.3 millones (diciembre 2020: B/. 4.3 millones), presentando un decremento de B/. 989.2 miles (-22.9%), principalmente por el decremento en los fondos del fideicomiso (-44.5%), en el fideicomiso se constituyó una cuenta de reserva con el propósito de mantener los fondos necesarios para cubrir el pago de capital más intereses de los bonos emitidos y en circulación para los próximos 3 meses, aunado a una disminución en los préstamos por cobrar a compañías relacionadas (-17%), estos préstamos son productos de la emisión de bonos Serie Senior D, donde la empresa suscribió un acuerdo de préstamo por B/.84.5 millones que fueron destinados a sus afiliadas para refinanciar la segunda emisión de B/. 84.5 millones, que fueron utilizados para la expansión de instalaciones, los cuales a diciembre 2021 totalizo un saldo de B/. 75 millones (diciembre 2020: 79.4 millones), donde la porción corriente de los mismos totalizo B/. 2.1 millones (diciembre B/.2.5 millones), siendo la principal causa del decremento en el activo corriente.

Asimismo, los pasivos a corto plazo totalizaron B/. 2.1 millones, generando un decremento de B/. 429.5 miles (-16.7%) respecto a la misma fecha del año anterior (diciembre 2020: B/. 2.7 millones), debido al decremento de B/. 431.3 miles (-17%) en la proporción corriente de la emisión de los bonos por pagar totalizando B/. 2.1 millones en la fecha de análisis. Para el análisis se cuenta con la modificación a los estados de resultados por parte del auditor, ya que, los indicadores de liquidez ya cuentan con la debida reclasificación de la porción corriente de los activos y pasivos para los Bonos por pagar.

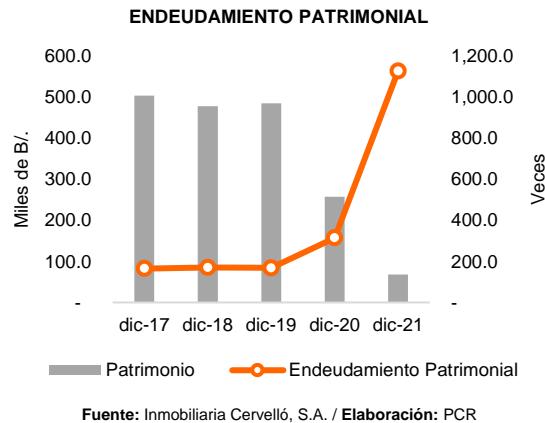
La porción corriente de los Bonos Por pagar netos corresponde a los pagos a capital de los próximos doce meses de la fecha de emisión del estado financiero, los cuales Inmobiliaria Cervelló, S.A., debe realizar, de acuerdo con la tabla de amortización de la deuda establecida en suplemento de cada serie, debido a que Inmobiliaria Cervelló, S.A., es un vehículo para la emisión del Programa Rotativo de Bonos Corporativos, los cuales son utilizados para extender facilidades de crédito a las compañía relacionadas para capital de trabajo, los contratos de préstamos entre partes relacionadas, mantienen las mismas condiciones que las series emitidas, por lo que la cifra detallada en el Estado de Situación Financiera correspondiente a la porción corriente de los bonos por pagar por la suma de B/. 2.1 millones, también serán recibidas por Inmobiliaria Cervelló, S.A., como abono a los préstamos por cobrar entre partes relacionadas.

De esta manera, la compañía registro una disminución característica en los niveles de liquidez, y para la fecha de análisis se observó una disminución interanual, pasando de 1.7 veces en diciembre de 2020, a 1.6 veces en diciembre de 2020, a pesar de la disminución interanual, se indica que es suficiente para cumplir con sus obligaciones de más corto plazo, no se limita su capacidad de pago y generando un capital de trabajo positivo de B/. 1.2 millones (diciembre 2020: B/. 1.7 millones).



Solvencia y Endeudamiento

Inmobiliaria Cervelló, S.A. reflejó un nivel de solvencia (activo total / pasivo total) de 100.1%, mostrando un leve decremento de 0.2 p.p. respecto a diciembre de 2020, debido a que los activos (-5.1%) disminuyeron en mayor proporción interanualmente que los pasivos (-4.9%). Asimismo, el endeudamiento patrimonial, para diciembre de 2021, registró un fuerte crecimiento, posicionándose en 1,127 veces (diciembre 2020: 314 veces), derivado de un considerable decremento y proporcionalmente mayor del patrimonio debido a la disminución de las utilidades retenidas (-91.2%) a la fecha de análisis. Dicho grado de apalancamiento es debido a la razón de existencia de la compañía, pues esta fue creada para actuar como vehículo emisor de sus empresas afiliadas.



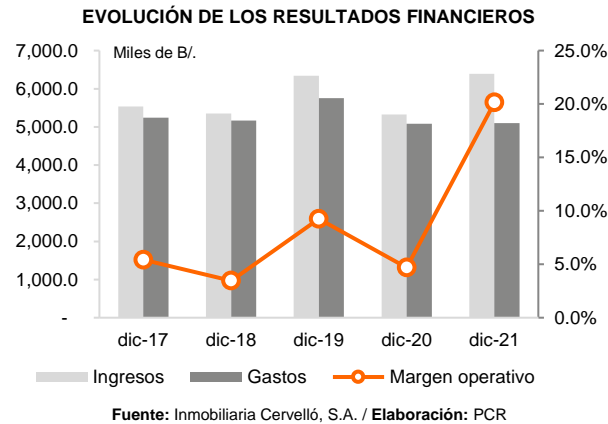
Resultados Financieros

Para el 31 de diciembre de 2021, los ingresos de Inmobiliaria Cervelló, S.A. se situaron en B/. 6.4 millones, presentando un incremento de B/. 1.1 millones (+19.9%) respecto a diciembre de 2020 (B/. 5.3 millones), producto principalmente en la ganancia en valores negociables, ya que para la fecha de análisis se reportan ingresos en esta cuenta, derivado que en 2021 se realizaron nuevas emisiones de los bonos en comparación a 2020 cuando no se reflejaron movimientos, producto de la colocación de la Serie Senior D, lo cual genero una ganancia en la emisión de valores comerciales; Aunado al incremento de ingresos por servicios en B/. 439.9 miles (+1.2 veces), como consecuencia de las transacciones entre partes relacionadas con Casselberry, S.A y Xandri, S.A., no obstante, los ingresos por intereses sobre préstamos, de las transacciones con estas partes relacionadas presentaron un decremento de B/. 412.2 (-8.4%).

Asimismo, los egresos de la compañía totalizaron B/. 5.1 millones (diciembre 2020: B/. 5 millones), generando un leve incremento interanual de B/. 23.1 miles (+0.5%), debido principalmente al incremento de B/. 466.6 miles en la amortización del gasto de emisión de bonos, la cual se situó en B/. 529.1 miles, para diciembre de 2021, derivado de abonos trimestrales. Por su parte, se presentó una contracción en los restantes rubros de gastos, principalmente en los gastos por intereses en B/.412.2 miles (-8.4%) respectivamente.

De esta manera, es destacable que el monto de ingresos por intereses sobre las actividades crediticias con las partes relacionadas es igual al monto de gastos por intereses debido a la adecuación de una estructura de

balance apropiada respecto a las características de un vehículo, por lo que la empresa depende estrictamente de otros ingresos como servicios administrativos, intereses en cuentas de ahorro y la ganancia en valores negociables para la obtención de ingresos que generen un positivo en la utilidad neta; y a su vez, considerando su único propósito, siendo este la emisión de bonos corporativos.

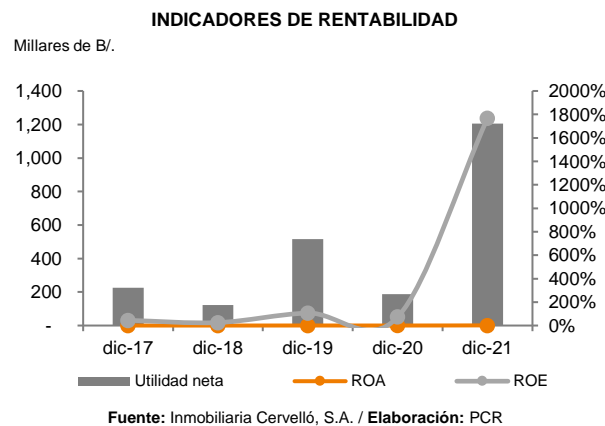


Como consecuencia de lo anterior, la utilidad neta de Inmobiliaria Cervelló, S.A. registró un monto total de B/. 1.2 millones, reflejando un incremento significativo de B/. 1 millón (+5.4 veces). Lo anterior es producto del mayor incremento proporcional en los ingresos que en los egresos, debido al incremento presentado en las ganancias en valores negociables y por los ingresos por servicios de la compañía, como consecuencia de lo anterior, el margen operativo se situó en 20.1% incrementando 15.4 p.p. (diciembre 2020: 4.7%). Asimismo, es importante destacar que, por su naturaleza operativa, los flujos que percibe por parte de las afiliadas son rigurosamente para la cobertura de las necesidades del repago de la deuda generada por la emisión.

Rentabilidad

Los indicadores de rentabilidad de Inmobiliaria Cervelló, S.A. presentaron un incremento significativo derivado del incremento en las utilidades netas, así como de la leve variación interanual en los activos (-5.1%) y el decremento significativo del patrimonio (-73.5%) respectivamente. De esta manera, el indicador de rentabilidad sobre los activos se posicionó en 1.6% (diciembre 2020: 0.2%), y se encuentra muy por encima de su promedio histórico (ROA: 0.5%), esta alza se da principalmente por la disminución en el activo por las disminuciones en el Fondo del Fideicomiso y la reducción de préstamos por cobrar a partes relacionadas, también se considera la considerable alza observada en la utilidad (+5.4 veces) a causa del registro de Ganancias en valores negociables por un total de B/. 1 millón.

Por su parte, el indicador de rentabilidad sobre el patrimonio se ubicó en 1767% (diciembre 2020: 73%) y se resalta que a la fecha de análisis se encuentran muy por encima de su promedio histórico (ROE: 54.8%), estos valores atípicos son consecuencia del ingreso atípico registrado de la ganancia de valores negociables de la Serie Senior D, ya que al comparar su registro histórico de los últimos 5 años en esta cuenta solo se contaba con un registro de un ingreso en diciembre de 2019 por B/.334.7 miles y a la fecha de análisis este ingreso supera el millón de balboas y a la fuerte disminución en el Patrimonio a causa de la distribución de dividendos.



Instrumento calificado

Programa Rotativo de emisión de Bonos Corporativos por USD 100 millones.

El programa rotativo de emisión de Bonos Corporativos por un monto de hasta USD 100 millones, según se describe en el siguiente cuadro de resumen:

PRINCIPALES TÉRMINOS Y CONDICIONES DE LA EMISIÓN

Características	
Emisor:	Inmobiliaria Cervelló, S.A.
Instrumento:	Programa Rotativo de Bonos Corporativos.
Moneda:	Dólares de Estados Unidos de América.
Monto autorizado:	US\$ 100,000,000.00.
Series:	Los Bonos podrán ser emitidos en múltiples Series (denominadas "Series Senior" y "Series Subordinadas"). El Monto de cada Serie será notificado mediante suplemento.
Fecha de oferta inicial:	28 de mayo de 2019.
Fecha de vencimiento:	Para cada una de las Series de Bonos de que se trate, el Emisor determinará la Fecha de Vencimiento mediante un suplemento al Prospecto Informativo con no menos de tres (3) Días Hábiles antes de la Fecha de Oferta Respectiva. El pago de intereses se hará el último día de cada Período de Interés (cada uno, "Día de Pago"), y en caso de no ser éste un Día Hábil, entonces el pago se hará el primer Día Hábil siguiente.
Tasa de interés:	La tasa de interés será fijada por el Emisor antes de la Fecha de Oferta Respectiva y la misma podrá ser fija o variable. En caso de ser una tasa fija, los Bonos devengarán una tasa fija de interés anual que será determinada por el Emisor según sus necesidades y la demanda del mercado mediante un suplemento al Prospecto Informativo con no menos de tres (3) Días Hábiles antes de la Fecha de Oferta Respectiva.
Pago de intereses:	Los intereses serán pagaderos trimestralmente los días (30) de los meses de marzo, junio, septiembre y diciembre de cada año.
Condiciones para pago de intereses subordinados:	El emisor sólo podrá realizar el pago de intereses de los Bonos de las Serie Subordinadas siempre que cumpla con las siguientes condiciones: i) que no se haya declarado un Evento de Incumplimiento; ii) que el Emisor esté al día en el pago de intereses y capital cuando así corresponda de la Serie Senior; y iii) que se hayan perfeccionado todas las garantías correspondientes a la Serie Senior. Los intereses no pagados en un período se acumularán al capital y serán pagados al vencimiento de la Serie Subordinada.
Pago de capital:	La Fecha de Pago a capital de los Bonos será trimestral, los días treinta (30) de marzo, junio, septiembre y diciembre de cada año, hasta su Fecha de Vencimiento o hasta la cancelación total de los Bonos. Deberá ser informada por el Emisor a través del suplemento al Prospecto Informativo con no menos de tres (3) Días Hábiles de la Fecha de Oferta.
Redención Anticipada:	El Emisor podrá redimir anticipadamente los Bonos Corporativos, parcial o totalmente, de cada una de las Series o la totalidad de estas según lo estipulado en los suplementos de cada Serie, y a los precios calculados como porcentajes del Saldo Insoluto a Capital a redimir.
Fuente de pago:	El Emisor es una sociedad constituida con el único fin de servir como Emisor de los Bonos que se dedica, entre otras cosas, a extenderle facilidades de crédito a sus afiliadas, las cuales a su vez se dedican al negocio de alquiler de locales comerciales. Por tanto, el repago de los intereses y capital de esta depende de los ingresos o flujos de caja que reciban las empresas afiliadas del Emisor.
Garantías y respaldo:	Los Bonos de la Serie Senior estarán garantizados a través de un Fideicomiso Irrevocable de Garantía con Prival Trust, S.A., el cual contendrá: i) primera hipoteca y anticresis sobre una serie de Bienes Inmuebles cuyo valor de avalúo deberá cubrir en todo momento al menos el 200 % del saldo insoluto de la Serie Senior; ii) cesión irrevocable de los cánones de arrendamiento, presente y futuros derivados de los Contratos de Arrendamiento sobre los Bienes Inmuebles otorgados en garantía, los cuales tendrán que tener una Cobertura de Garantía de Flujos y Flujos Proyectados de 1.3 veces; iii) cesión de las pólizas de seguro de los Bienes Inmuebles que cubra al menos el 80 % del valor de las mejoras construidas sobre los Bienes Inmuebles; iv) cesión de las pólizas de seguro CAR con cobertura A, B, C y D por el 100 % del valor de contrato de construcción de cada Proyecto, E y F por el 20 % y G por el 10 %; v) cesión de las fianzas de cumplimiento de los Proyectos; y vi) los fondos depositados en las Cuentas Fiduciarias. Los Bonos Subordinados no cuentan con garantías y están respaldados por el crédito general del Emisor.
Uso de los fondos:	Los fondos tendrán usos definidos en la descripción de cada Serie. Los fondos serán utilizados en forma individual o en conjunto para los siguientes usos: i) amortización de obligaciones financieras e ii) inversiones y capital de trabajo.
Estructurador y Agente de Pago:	Prival Bank, S.A.
Casa de valores y puesto de bolsa:	Prival Securities, S.A.
Fiduciario:	Prival Trust, S.A.
Central de custodia:	LatinClear.

Fuente: Inmobiliaria Cervelló, S.A. / Elaboración: PCR

Emitido y en Circulación

Para el segundo semestre de 2021, Inmobiliaria Cervelló, S.A. contaba con las siguientes series garantizadas y subordinadas del Programa Rotativo de Bonos Corporativos:

Tipo	Vencimiento	2021	2020	2019
Serie Senior D (2020: Serie A)	2029	B/. 70,000,000	B/. 73,875,000	B/. 75,000,000
Serie Senior C	2024	B/. 1,500,000	B/. 3,000,000	B/. 3,000,000
Serie Subordinada B	2029	B/. 2,500,000	B/. 2,500,000	B/. 2,500,000
Serie Subordinada E	2031	B/. 1,000,000	-	-
Gastos de emisión de bonos		B/. (432,877)	B/. (512,893)	B/. (575,418)
Total		B/. 74,567,123	B/. 78,862,107	B/. 79,924,582

Fuente: Inmobiliaria Cervelló, S.A. / Elaboración: PCR

Cuentas Fiduciarias

Los flujos para el repago de la deuda provendrán de los alquileres cobrados por las inmobiliarias Casselberry, S.A. y Xandri, S.A. a sus arrendatarios, los cuales son cedidos de manera irrevocable al Fideicomiso de Garantía administrado por Prival Trust, S.A., el cual actúa como fiduciario:

- **Cuenta de concentración de Casselberry, S.A. y Xandri, S.A.:** En estas cuentas se depositarán todos los cánones de arrendamiento presentes y futuros cedidos irrevocable e incondicionalmente por Casselberry, S.A. y Xandri, S.A. a favor del Fiduciario, derivado de los Contratos de Arrendamiento y deberán ser depositados directamente por los arrendatarios.
- **Cuenta de pago de proyectos:** Cuenta en la cual se depositarán las sumas que instruya el Emisor al Fiduciario, que serán utilizadas para otorgar facilidades crediticias a empresas afiliadas del Emisor para la construcción y desarrollo de los proyectos, en caso de haberlos.
- **Cuenta de reserva:** Se harán aportes mensuales según la prelación de pagos para la cobertura de los próximos 3 meses de los pagos de capital más intereses que generen los Bonos.

Prelación de pagos

El Agente Fiduciario realizará los pagos en el siguiente orden:

- Pago por la suma que corresponda a las comisiones del Agente de Pago, Registro y Transferencia, del Fiduciario, y cualquier otra comisión o gasto relacionado con la Emisión.
- Pago por el monto necesario a la Cuenta de Reserva, para cumplir con el Balance Requerido (la suma equivalente al monto de los pagos que deba realizar el Emisor en concepto de capital más intereses de los Bonos emitidos y en circulación, durante los próximos 3 meses) en dicha cuenta y cubrir el monto correspondiente a la próxima Fecha de Pago.
- Pago por la transferencia a las Cuentas de Remanentes, haciendo referencia a los montos que queden en las Cuentas de Concentración, una vez se haya fondeado la Cuenta de Reserva y se hayan efectuado los pagos descritos en los puntos anteriores.

Pago del capital

Una vez transcurrido el Período de Gracia, si lo hubiese, el saldo insoluto de los Bonos de cada Serie será pagado en la forma y frecuencia que el Emisor determine. Deberá ser informado a través del suplemento al Prospecto Informativo con no menos de tres días hábiles antes de la Fecha de Oferta.

Garantía y Respaldo

Los Bonos de la Serie Senior están garantizados a través del Fideicomiso Irrevocable de Garantía con Prival Trust, S.A., como Fiduciario, Inmobiliaria Cervelló, S.A. como Fideicomitente Emisor, y las sociedades Casselberry, S.A., Xandri, S.A. y otras empresas que podrán ser agregadas en el futuro como Fideicomitentes Garantes del Fideicomiso, el cuál contendrá los siguientes bienes fideicomitados:

- Primera hipoteca y anticresis sobre una serie de Bienes Inmuebles, constituida por los Fideicomitentes Garantes, cuyo valor de mercado del avalúo independiente deberá cubrir en todo momento al menos el 200 % del Saldo Insoluto de los Bonos de la Serie Senior. Para diciembre de 2021, según el saldo insoluto de las Series Senior (USD 75 millones), dicho porcentaje corresponde a USD 156 millones. La hipoteca sobre

los Bienes Inmuebles corresponde a un valor de avalúo total por USD 165,866,000, lo cual representa un excedente de USD 9,866,000.

- Cesión irrevocable a favor de Prival Trust, S.A., en su calidad de fiduciario, de los cánones de arrendamiento, presentes y futuros, derivados de los Contratos de Arrendamiento de los Bienes Inmuebles otorgados en Primera Hipoteca y Anticresis, los cuales se depositarán en las Cuentas de Concentración del Fideicomiso. En la fecha de análisis, el Fideicomiso tiene cedida la suma de USD 11,767,740.68 en arrendamientos mensuales.
- Cesión de los flujos dimanantes de la liquidación de las Pólizas de Seguros de los Bienes Inmuebles emitidas por ocurrencia de un siniestro emitidas por una compañía aceptable al Agente de Pago, Registro y Transferencia y que cubra al menos el 80% del valor de las mejoras de los Bienes Inmuebles o cualesquiera otras pólizas existentes en relación con los Bienes Inmuebles.
- Cesión a favor de Prival Trust, S.A. en su calidad de Fiduciario, de las pólizas CAR (“Construction All Risk”), con coberturas A, B, C, y D por el 100 % del valor de contrato de construcción de cada uno de los Proyectos, E y F por 20 % del valor del contrato de construcción de cada uno de los Proyectos y G por el 10 % del valor del contrato de construcción de cada uno de los Proyectos, que a la fecha no se encuentran cedidas, ya que no se ha iniciado construcción en los Proyectos.
- Endoso a favor de Prival Trust, S.A. en su calidad de Fiduciario de las Fianzas de cumplimiento por el 50 % del valor de cada uno de los Proyectos, que a la fecha no se encuentran cedidas, ya que no se ha iniciado construcción de los proyectos.
- Cuentas Fiduciarias, las cuales, a la fecha de cierre del presente informe, mantenían depositada e invertida la suma total de USD 943,090.

Para diciembre de 2021, las garantías cedidas al Fideicomiso cumplen con el mínimo de cobertura, según las condiciones de cobertura de cada bien fideicomitado:

CONDICIONES DE BIENES FIDEICOMITIDOS A DICIEMBRE DE 2021			
Garantía	Monto (USD)	Condición	Cobertura
Primera hipoteca y anticresis sobre una serie de Bienes Inmuebles que represente el 200% del saldo insoluto de la serie Senior.	USD 167,866,000	El valor de avalúo de los Bienes Inmuebles deberá cubrir en todo momento al menos el 200 % del saldo insoluto de la Serie Senior. El cálculo se realizó con el total de lo emitido y en circulación de dichas series (USD 74.6 millones).	225%
Cesión irrevocable de los cánones de arrendamiento, presente y futuros de ser necesario, derivados de los Contratos de Arrendamiento sobre los Bienes Inmuebles otorgados en garantía.	Flujos Anual de los Contratos de Arrendamiento: USD 11,855,418.10	Deberán tener una Cobertura de Garantía de Flujos Projectados de 1.3 veces. El cálculo se realizó con el total de los pagos de intereses y abonos de capital de los Bonos de los próximos 12 meses (USD 5,907,159.38).	2.01 veces
Cesión de las pólizas de seguro de los Bienes Inmuebles.	USD 97,183,170.27	Deben cubrir al menos el 80 % del valor de las mejoras construidas sobre los Bienes Inmuebles. El cálculo se realizó con el total del valor de mejoras sobre las fincas del emisor (USD 121,478,962.31).	84.7%
Cesión de las pólizas de seguro CAR.	USD 0.00	Cobertura A, B, C y D por el 100 % del valor de contrato de construcción de cada Proyecto, E y F por el 20 % y G por el 10 %.	N/A, no se han iniciado trabajos en los proyectos.
Cesión de las fianzas de cumplimiento de los Proyectos.	USD 0.00	Endoso de las fianzas de cumplimiento por el 50 % del valor de cada uno de los proyectos.	N/A, no se han iniciado trabajos en los proyectos.
Cuentas Fiduciarias.	USD 943,090.00	Depositado e invertido.	N/A.

Fuente: Inmobiliaria Cervelló, S.A. / Elaboración: PCR

Condiciones de los Contratos de Arrendamiento

Los Contratos de Arrendamiento vigentes deberán cumplir en todo momento con las siguientes condiciones:

- Los Contratos deberán tener un plazo mínimo de 10 años.
- Los Contratos de Arrendamiento deberán contener cláusulas de aumentos, a requerimiento del Agente de Pago, Registro y Transferencia.
- No podrán ser modificados en cuanto a plazos, cánones o penalidades, sin la previa autorización del Fiduciario.

- Los Contratos de Arrendamiento deberán de contener cláusulas que no prohíban la terminación anticipada del contrato, siempre que los arrendatarios se encuentren al día en sus pagos, que el Emisor cumpla con la Cobertura de Garantías y que los Cedentes soliciten la autorización previa del Fiduciario. De cancelarse algunos de los contratos antes del plazo estipulado en cada uno, y sólo si el Emisor así lo requiere para cumplir con la Cobertura de Garantías, previa autorización del Fiduciario, el arrendatario y los Cedentes deberán reemplazar el contrato por otro igual o mayor valor económico, y de no reemplazarlo en un plazo máximo de 90 días, pagar una penalidad, de acuerdo a lo siguiente: (i) entre el año 3 y 5, una penalidad equivalente al canon de arrendamiento remanente en el contrato hasta el quinto año, con un mínimo de 12 meses de arrendamiento y (ii) durante los años 6 al 10, una penalidad equivalente a los cánones de arrendamiento correspondientes a 12 meses siguientes a la fecha de cancelación anticipada. Los fondos pagados en concepto de penalidades serán depositados por los Cedentes en la Cuenta de Reserva hasta que dicho bien sea arrendado nuevamente con un contrato de igual o mayor valor económico en cuyo caso los fondos serían parcial o totalmente devueltos al Emisor. Esta penalidad no aplicaría si el Emisor vende las propiedades arrendadas o recibe fondos en concepto de pólizas de seguro, que conlleve a la cancelación de los contratos antes del plazo estipulado y redime parcial y anticipadamente los Bonos producto de dicha venta.
- Los Contratos de Arrendamiento deberán incluir penalidades por cuotas atrasadas.
- Los Contratos deberán especificar que todos los gastos de mantenimiento, administrativos, de impuestos y otros relacionados con los bienes arrendados sean cubiertos por el arrendatario o por el arrendador.
- Los Contratos de Arrendamiento deberán incluir cualesquiera otras cláusulas usuales para este tipo de contratos y que sean requeridas por el Agente de Pago, Registro y Transferencia.

Uso de los Fondos

Los fondos, producto de la colocación de los Bonos, tendrán los usos definidos en la descripción de cada Serie. Estos serán utilizados de forma individual o en conjunto para los siguientes usos: i) repago de emisiones vigentes y futuras e, ii) inversiones y de capital de trabajo y iii) recursos líquidos para capital de trabajo. De esta manera, según los suplementos al prospecto informativo, se muestran la utilización y especificación de las series emitidas, en el siguiente cuadro:

TERMINOS Y CONDICIONES DE LAS SERIES

Especificaciones:	Serie D	Serie E	Serie C	Serie B
Tipo de instrumento:	Bonos Corporativos Senior.	Bonos Corporativos Subordinados.	Bonos Corporativos Senior.	Bonos Corporativos Subordinados
Monto en circulación:	USD 70,000,000	USD 1,000,000	USD 1,500,000	USD 2,500,000
Tasa de interés:	Tasa fija de 5.25%	Tasa de interés fija de 8 %.	Tasa de interés fija de 6.25 %	Tasa de interés fija de 12.5%
Plazo de la serie:	8 años.	10 años.	5 años.	10 años.
Fecha de emisión:	Jun-21	Jun-21	dic-19	Jul-19
Pago de intereses:	Trimestralmente.	Trimestralmente.	Trimestralmente.	Trimestralmente.
Pago de capital:	Sujeto a periodo de gracia en el primer año, amortización variable.	En vencimiento, sujeto a la prelación de pagos de la serie Senior.	En vencimiento.	En vencimiento.
Garantías:	Fideicomiso Irrevocable de Garantía.	N/A.	Fideicomiso Irrevocable de Garantía.	N/A
Redención anticipada:	Sí aplica.	Sí aplica.	Sí aplica.	Sí aplica.
Uso de los fondos:	Los fondos derivados de la Serie D serán utilizados para cancelar el Saldo Insoluto de la Serie A del Bonos Corporativos registrada en la SMV bajo la resolución No. 204-19 del 23 de mayo de 2019.	Los fondos derivados de la Serie Subordinada serán utilizados para el capital del trabajo y para otros usos generales del Emisor.	Los fondos derivados de la Serie serán utilizados para capital de trabajo y para otros usos generales del Emisor.	Los fondos derivados de la Serie serán utilizados para capital de trabajo y para otros usos generales del Emisor.

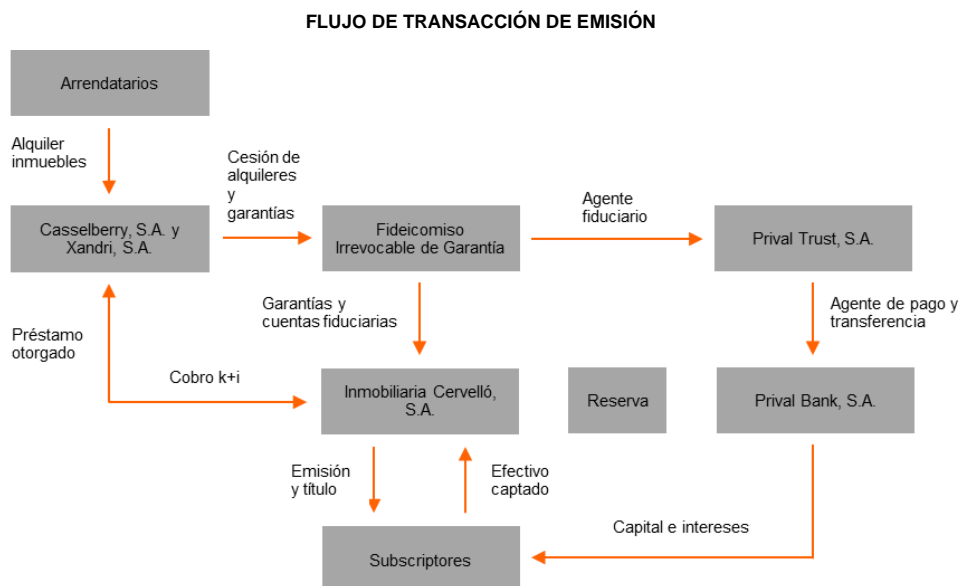
Fuente: Inmobiliaria Cervelló, S.A. y Prival Trust, S.A. / Elaboración: PCR

Redención anticipada

El Emisor podrá redimir anticipadamente los Bonos del Programa Rotativo de Bonos Corporativos, parcial o totalmente, de cada una de las Series o la totalidad de estas según lo estipulado en los suplementos de cada una de las Series, y a los precios calculados como porcentajes del Saldo Insoluto a Capital a redimir. Cabe resaltar que para la fecha de análisis se realizó la redención anticipada en su totalidad de la serie Senior A por US\$73.3 millones y la redención parcial de la serie C por US\$1.5 millones. No obstante, cabe resaltar que en marzo de 2022 se realizó la redención en su totalidad de la serie C.

Estructura de la Transacción

Inmobiliaria Cervelló obtiene sus ingresos a través del pago realizado por las compañías relacionadas, que, a su vez, obtienen sus ingresos del arrendamiento de bienes inmuebles, que luego son cedidos al Fideicomiso Irrevocable de Garantía, que luego son cedidos a Prival Trust, S.A. Dichos ingresos son utilizados para el pago a capital e intereses de los bonos o en dado caso, como garantía para la cobertura del saldo insoluto de los bonos.



Fuente: Inmobiliaria Cervelló, S.A. / Elaboración: PCR

Proyecciones Financieras

Inmobiliaria Cervelló, S.A. realizó proyecciones para un periodo de 9 años, en donde los ingresos procederán principalmente de los ingresos por intereses sobre préstamos, representando el 93% de la totalidad de estos, y en menores proporciones por los ingresos por servicios administrativos con el 7% restante. Por su parte, en los gastos generales y administrativos, los gastos de Amortización de gastos de emisión, depreciación de bienes muebles, honorarios por servicios de auditoría y otros gastos de operación no muestran variabilidad alguna a lo largo de las proyecciones, y están constituidos por la amortización de los gastos de emisión con el 46.7%, seguido por honorarios por servicios de administración y auditoría con el 31.5%, otros gastos de operación con el 21.8% y el restante 0.1% por depreciación de bienes muebles.

PROYECCIONES FINANCIERAS

Estado de Resultados miles de B/.	2021 (Real)	2021 P	2022 P	2023 P	2024 P	2025 P	2026 P
Ingresos	6,387	6,295	4,438	4,246	4,010	3,670	3,386
Ingresos por servicios administrativos	820	814	290	278	262	240	222
Ingresos por intereses sobre préstamos	4,507	4,446	4,147	3,968	3,748	3,430	3,165
Otros ingresos	1,060	1,034	0	0	0	0	0
Gastos generales y administrativos	-601.2	-127	-129	-130	-131	-133	-134

Amortización de gastos de emisión	-529.1	-59	-59	-59	-59	-59	-59
Depreciación de bienes muebles	-	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
Honorarios por servicios de administración	-58.6	-30	-31	-32	-34	-35	-36
Honorarios por servicios de auditoría	-6.5	-9	-9	-9	-9	-9	-9
Otros gastos de operación	-7	-30	-30	-30	-30	-30	-30
Otros ingresos (gastos)	-	-4,446	-4,147	-3,968	-3,748	-3,430	-3,165
Gastos de intereses bonos	-4,507	-4,446	-4,147	-3,968	-3,748	-3,430	-3,165
Utilidad antes del impuesto sobre la renta	1,286	1,721	162	148	131	108	88
Impuesto sobre la renta	-81	-430	-40	-37	-33	-27	-22
Utilidad neta fiscal	1,204	1,291	121	111	98	81	66
EBITDA	6,322	6,226	4,368	4,175	3,938	3,597	3,311

Fuente: Inmobiliaria Cervelló, S.A. / Elaboración: PCR

Como consecuencia de lo anterior, las proyecciones generan un EBITDA promedio anual de B/. 3.8 millones, el cual presenta una disminución interanual promedio ponderada de 15%. Dicha contracción se encuentra alineada a la estructura en el vínculo financiero entre Inmobiliaria Cervelló, S.A. como vehículo y sus respectivas partes relacionadas como beneficiarios de las facilidades crediticias otorgadas.

Asimismo, respecto a los ingresos destinados para las cuentas del fideicomiso provenientes de las compañías relacionadas, estas reflejaron una cobertura promedio en cuanto a los gastos financieros de 1.1, manteniéndose relativamente constante durante los plazos proyectados. Por su parte, la cobertura promedio del servicio de la deuda se ubica, según las proyecciones, en 1.1, la cual también se presenta una invariabilidad durante los años proyectados. Por lo tanto, a lo largo de la emisión, el promedio de cobertura sobre los gastos financieros es de está por encima de 1, lo que indica que Inmobiliaria Cervelló cuenta con la capacidad de pago de intereses sobre la deuda.

	INDICADORES DE COBERTURA						
	2021 (Real)	2021 P	2022 P	2023 P	2024 P	2025 P	2026 P
EBITDA	6,322	6,226	4,368	4,175	3,938	3,597	3,311
Gastos financieros	-4507	-4,446	-4,147	-3,968	-3,748	-3,430	-3,165
Amortización de capital	59	59	59	59	59	59	59
EBITDA/ Gastos Financieros	1.4	1.4	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0
Cobertura de Servicio sobre la Deuda	1.4	1.4	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0

Fuente: Inmobiliaria Cervelló, S.A. / Elaboración: PCR

Asimismo, respecto a los supuestos utilizados en las proyecciones del flujo de ingresos por alquileres en lo deliberado por las partes relacionadas hacia Inmobiliaria Cervelló, S.A., estos se realizaron mediante un incremento interanual mínimo del 1% (teniendo en cuenta que, según los contratos de arrendamiento, este se mantendrá durante toda la emisión y por su parte, los intereses de la Serie A (senior), fue reemplaza por la Serie D realiza el 30 de junio de 2021, la cual mantiene una tasa fija de 5.25 % durante toda la emisión. Para las Series B y E que son series subordinadas, se mantienen con tasas fijas de 12.5% y 8% respectivamente, y estas series no se consideran para el cálculo de ingresos cedidos/servicio a la deuda, por último, para la serie C se considera un abono de \$1.5M en junio de 2021 y con una cancelación de saldo de \$1.5 millones a diciembre 2024.

Dichos indicadores son cálculos internos de PCR, por lo que estos no están estipulados en el Prospecto Informativo. Asimismo, cabe mencionar que Inmobiliaria Cervelló, S.A. actúa únicamente como vehículo para la emisión de Bonos Corporativos y de esta forma, otorgar facilidades de crédito a sus afiliadas, por lo que obtiene ingresos precisos para el cumplimiento de las obligaciones financieras provenientes del pago realizado por sus relacionadas, que a su vez, obtienen sus ingresos del arrendamiento de bienes raíces.

Según el análisis efectuado, se considera que los valores obtenidos a la fecha de análisis esta alineados a las proyecciones realizadas, con un mayor valor en los ingresos de la empresa (+1.5%) y en el EBITDA (+1.5%) a lo proyectado y con una cobertura de 1.4 sobre los gastos financieros de la emisión de bonos siendo iguales al

valor proyectado, por lo cual la empresa cuenta con la capacidad de pago sobre sus intereses a la fecha de análisis, cabe resaltar que la cobertura real refleja un valor promedio por encima de 1 en sus últimos 5 años, cumpliendo con los supuestos del modelo financiero.

SUPUESTOS INMOBILIARIA CERVELLÓ

Supuestos Inmobiliaria Cervelló	
Serie A	Fue reemplazada por la Serie D, en emisión realizada 30 de junio de 2021
Serie D	Tasa fija durante la vida la emisión de 5.25%
Series B y E	Series subordinadas con tasa de 12.5% y 8.0% respectivamente, no cuentan para el cálculo de ingresos cedidos/servicio a la deuda
Serie C	Se abonó \$1.5M en junio 20 de 2021, y se cancela saldo de \$1.5M en marzo de 2022
Serie F	Serie Subordinada con tasa de 6.25%, no cuentan para el cálculo de ingresos cedidos/servicio a la deuda
Aumento en Alquileres	Aumentos se mantienen en su mínimo de 1% anual durante toda la vida de la emisión
Alquileres nuevos	Riba Smith Coronado iniciando en agosto de 2022 Riba Smith David iniciando en enero de 2025
Proyectos	MiPlaza David MiPlaza Coronado

Fuente: Inmobiliaria Cervelló, S.A. / Elaboración: PCR

Anexos

BALANCE GENERAL

Balance General Inmobiliaria Cervelló, S.A. (Miles de B/.)	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
Activo					
Activo corriente	1,677.1	2,032.4	2,486.0	4,319.4	3,330.2
Efectivo y bancos	61.9	392.9	143.0	79.8	279.0
Fondos en Fideicomisos	1,615.1	1,615.1	1,216.5	1,700.4	943.1
Cuentas por cobrar	-	-	1,125.0	2,531.3	2,100.0
Impuesto pagado por anticipado	-	24.4	1.5	8.0	8.2
Activo no corriente	81,802.8	79,687.6	79,510.5	76,724.1	73,548.7
Equipo de cómputo	0.6	-	-	-	-
Préstamos por cobrar entre partes relacionadas	81,416.4	79,571.4	78,290.2	75,758.9	71,815.2
Cuentas por cobrar entre partes relacionadas	385.8	115.8	1,220.1	965.1	1,732.9
Otros activos	-	0.4	0.3	0.1	0.6
Total Activo	83,479.8	81,720.1	81,996.5	81,043.5	76,878.9
Pasivo					
Pasivo corriente	45.4	57.2	1,181.7	2,569.5	2,139.9
Bonos por pagar a corto plazo	-	-	1,125.0	2,531.3	2,100.0
Cuentas por pagar proveedores	0.7	0.7	0.9	-	-
Impuestos acumulados por pagar	44.7	56.4	55.8	38.2	39.9
Pasivo no corriente	82,931.0	81,185.0	80,330.3	78,216.8	74,670.8
Bonos por pagar a largo plazo	82,907.4	81,152.4	78,799.6	76,330.9	72,467.1
Cuentas por pagar entre partes relacionadas	23.6	32.5	1,530.7	1,885.9	2,203.7
Total Pasivo	82,976.4	81,242.1	81,511.9	80,786.3	76,810.7
Patrimonio					
Capital social común	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0
Utilidad (déficit) acumulado	464.9	442.6	434.6	207.3	18.2
Impuesto complementario	(11.4)	(14.6)	-	-	-
Total Patrimonio	503.4	478.0	484.6	257.3	68.2
Pasivo + patrimonio	83,479.8	81,720.1	81,996.5	81,043.5	76,878.9

Fuente: Inmobiliaria Cervelló, S.A. / Elaboración: PCR

ESTADO DE RESULTADOS

Estado de Ganancias y Pérdidas (miles de B/.)	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
Ingresos	5,536.4	5,353.1	6,342.1	5,328.3	6,387.4
Ingresos por intereses sobre préstamos	5,091.4	5,012.1	4,978.8	4,919.6	4,507.3
Ingresos por servicios	440.0	341.0	1,028.5	380.5	820.3
Ganancia en valores negociables	-	-	334.7	-	1,034.7
Intereses ganados en cuenta de ahorro	5.0	0.0	0.0	28.3	25.1
Gastos	5,239.2	5,167.9	5,755.4	5,078.4	5,101.6
Gastos por intereses	5,091.4	5,012.1	4,978.8	4,919.6	4,507.3
Amortización del gasto de emisión de bonos	90.0	90.0	712.1	62.5	529.1
Honorarios profesionales	49.4	54.9	52.7	85.1	58.6
Multas y recargos	-	-	-	-	-
Depreciación	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1
Otros gastos de operación	8.3	10.8	11.6	11.1	6.5
Utilidad bruta	297.1	185.2	586.6	249.9	1,285.9
Otros ingresos (gastos)	2.7	-	-	-	-
Utilidad operativa	299.8	185.2	586.6	249.9	1,285.9
Impuesto sobre la renta	74.5	62.5	70.1	62.1	81.0
Utilidad neta	225.4	122.7	516.5	187.7	1,204.9

Fuente: Inmobiliaria Cervelló, S.A. / Elaboración: PCR

INDICADORES FINANCIEROS

INDICADORES DE RENTABILIDAD	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
ROA	0.3%	0.2%	0.6%	0.2%	1.6%
ROE	44.8%	25.7%	106.6%	73.0%	1767.6%
INDICADORES DE LIQUIDEZ					
Capital de trabajo	1,632	1,975	1,304	1,750	1,190
Liquidez corriente	36.91	35.56	2.10	1.68	1.56
Activo corriente	1,677	2,032	2,486	4,319	3,330
Pasivo corriente	45	57	1,182	2,569	2,140
INDICADORES DE ENDEUDAMIENTO Y SOLVENCIA					
Solvencia (activo / pasivo)	100.6%	100.6%	100.6%	100.3%	100.1%
Endeudamiento (Pasivo/Activo)	99.4%	99.4%	99.4%	99.7%	99.9%
Deuda Bancaria/ Pasivo	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Patrimonio/ Activo	0.6%	0.6%	0.6%	0.3%	0.1%
Patrimonio/ Pasivo	0.6%	0.6%	0.6%	0.3%	0.1%
Endeudamiento Patrimonial	164.8	170.0	168.2	314.0	1,127
Deuda L/P	82,931	81,185	80,330	78,217	74,671
Deuda Financiera/Patrimonio	164.7	169.8	162.6	296.7	1,063.1
Deuda / EBITDA	15.1	15.4	13.0	15.4	12.1
EBITDA/ Gastos Financieros	1.1	1.1	1.3	1.1	1.4
Gastos financieros	5,091	5,012	4,979	4,920	4,507
EBITDA	5,481	5,287	6,278	5,232	6,322

Fuente: Inmobiliaria Cervelló, S.A. / Elaboración: PCR