

Panamá 5 de agosto de 2025.

Señores  
TENEDORES INDIRECTOS  
Ciudad.

Referencia: Calificación de Riesgo-Inmobiliaria Cervello, S.A.

Estimados Señores:

Por este medio Inmobiliaria Cevello, 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

<b>Comité No. 097/2025</b>					
<b>Informe con EEFF auditados al 31 de diciembre de 2024</b>			<b>Fecha de comité: 23 de julio del 2025</b>		
Periodicidad de actualización: Anual			Sector Inmobiliario / Panamá		
<b>Equipo de Análisis</b>					
Vanessa Martinez <a href="mailto:smartinez@ratingspcr.com">smartinez@ratingspcr.com</a>		Jorge Alcain <a href="mailto:jalcain@ratingspcr.com">jalcain@ratingspcr.com</a>		(502) 6635-2166	
Fecha de información	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24
Fecha de comité	29/10/2021	18/07/2022	09/06/2023	08/07/2024	23/07/2025
Programa Rotativo de Bonos Corporativos	PA AA-	PA AA-	PA AA-	PA AA-	PA AA-
Perspectiva	Estable	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.

### Racionalidad

En comité de calificación de riesgo, Pacific Credit Rating (PCR) decidió mantener la calificación de **PA AA-** al **Programa Rotativo de Bonos Corporativos** de Inmobiliaria Cervelló, S.A., con perspectiva **"Estable"**; con información al **31 de diciembre de 2024**. La calificación se fundamenta en niveles de rentabilidad aceptables, aunque ajustados debido a las características del negocio; estructura patrimonial apalancada derivado de su dependencia al fondeo externo, niveles de liquidez adecuados, garantías amplias y proyecciones estables con crecimiento moderado. Además, resalta la solidez e importancia del grupo económico al que pertenece.

### 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:

- **Rentabilidad limitada pero positiva.** La empresa reportó una utilidad neta de PAB 204.5 mil al cierre de 2024, con EBITDA de PAB 4.1 millones que supera los gastos financieros (PAB 3.83 millones), lo que refleja una capacidad operativa suficiente para cubrir el servicio de la deuda, aunque con un margen restringido.
- **Estructura patrimonial apalancada.** A pesar de la mejora patrimonial (PAB 321 mil), la razón de endeudamiento se mantiene elevada (208x), evidenciando una dependencia significativa del fondeo externo y sensibilidad a cambios en el capital contable.
- **Liquidez adecuada pero vulnerable en términos efectivos.** Aunque la razón circulante fue de 1.39x y el capital de trabajo ascendió a PAB 2.03 millones, el 97.6% del activo corriente está compuesto por activos no líquidos (préstamos y fideicomisos), lo que restringe la disponibilidad de efectivo.
- **Cobertura y garantías amplias.** La garantía del programa se respalda principalmente en bienes inmuebles valorados en más de PAB 204 millones, controlados por entidades relacionadas (Xandri y Casselberry), reforzando el colateral, pero aumentando la exposición a riesgos intragrupo.
- **Proyecciones equilibradas e indicadores financieros estables.** Las proyecciones financieras reflejan una expectativa de crecimiento tanto en la operación como en la estructura financiera de la entidad. Se anticipa una cobertura ajustada del EBITDA frente al servicio de deuda y los gastos financieros, que dependerá de factores como la ejecución de contratos, disponibilidad de financiamiento y estabilidad del sector inmobiliario.

## 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 para el periodo 31 de diciembre 2019-2024.  
**Emisión:** Prospecto informativo del programa rotativo de bonos corporativos y proyecciones financieras.

## Factores clave

### Factores clave que podrían mejorar la calificación son:

Los factores que, de manera individual o conjunta, podrían mejorar la calificación son mejora sostenible en los indicadores de solvencia y endeudamiento, incremento constante de los niveles de liquidez, cumplimiento de proyecciones en una proporción igual o mayor a la esperada y aumento de la cobertura de gastos financieros.

### Factores clave que podrían desmejorar la calificación son:

Los factores que, de manera individual o conjunta, podrían desmejorar la calificación son la disminución constante del valor de las garantías o de la cobertura de deuda y gastos financieros, deterioro de los niveles de liquidez y solvencia, variaciones significativas a la baja de la ejecución de proyecciones financieras.

## Limitaciones potenciales para la calificación

**Limitaciones encontradas:** No se encontró limitación alguna en la información enviada.

**Limitaciones potenciales (riesgos previsible):** 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.

## Panorama internacional

Según las Perspectivas Económicas Mundiales del Banco Mundial, con corte a diciembre de 2024, se prevé una moderación del crecimiento económico, estimándose en 2.7% para 2025, manteniéndose en niveles similares para 2026, en un contexto de crecimiento global estabilizado, pero inferior al promedio previo a la pandemia. Esta tendencia se debe a la prolongación de conflictos geopolíticos, tensiones comerciales y políticas monetarias restrictivas en varias economías avanzadas. A pesar de estos desafíos, en el segundo semestre de 2024, la actividad global mostró cierta resiliencia, impulsada por una recuperación gradual en las principales economías y una moderación en los costos de financiamiento. Sin embargo, la reducción de las tasas de interés globales ha sido más lenta de lo esperado, debido a la persistencia de presiones inflacionarias en mercados clave.

Además, se prevé que la inflación mundial haya descendido a 4.3% en 2024, con expectativas de continuar bajando en 2025. Aunque esto podría contribuir a que los bancos centrales alcancen sus objetivos de estabilidad de precios, la reducción ha sido más lenta debido a los precios elevados de productos básicos y los continuos choques de oferta, especialmente en el sector alimentario, afectados por eventos climáticos extremos. Aunque se espera que la inflación siga en descenso, factores externos como los fenómenos climáticos extremos, las interrupciones en el comercio global y las tensiones en los mercados energéticos podrían seguir generando volatilidad en los precios de productos básicos.

La sequía prolongada ha impactado a varias economías globales, afectando la agricultura, la generación de energía y el comercio internacional. En América del Sur y el Caribe, la escasez de agua ha reducido la producción agrícola y elevado los precios de los alimentos. En países como Brasil y México, ha limitado la generación hidroeléctrica, aumentando los costos de energía. Además, en rutas comerciales clave como el Canal de Panamá y el Canal de Suez, la reducción del nivel del agua ha restringido el tránsito de buques, afectando las cadenas de suministro globales y elevando costos de transporte. Estas disrupciones han generado tensiones comerciales y diplomáticas, especialmente con Estados Unidos y China, destacando la urgencia de estrategias para mitigar el impacto de la crisis hídrica.

América Latina y el Caribe cerrará 2024 con un crecimiento estimado del 1.9%, con una proyección de 2.5% para 2025. La política monetaria restrictiva siguió afectando la inversión y el consumo, pero la desaceleración de la inflación ha permitido a algunos bancos centrales reducir tasas de interés, impulsando una recuperación gradual. Sin embargo, persisten riesgos clave que podrían frenar la reactivación económica, como la prolongación de tasas de interés elevadas en economías avanzadas, los altos niveles de deuda en la región, la desaceleración de China, que afecta las exportaciones de materias primas, y los impactos climáticos, que han generado volatilidad en los precios de los alimentos y presiones inflacionarias.

En comparación con otros países de la región, República Dominicana continúa liderando el crecimiento en la región, con una proyección de 4.9% en 2024 y 5.0% en 2025, atribuido a una reducción en su inflación y un aumento en las actividades económicas, particularmente en el sector turístico. Le sigue de cerca Costa Rica con 3.8% y 3.6% para 2025, mostrando una moderación en su crecimiento, con un fuerte enfoque en exportaciones de servicios y turismo. Por su parte, Nicaragua se pronostica un crecimiento en 2024 de 3.6% y 3.2% para 2025, impulsado por la continuidad de inversiones y estabilidad macroeconómica a pesar de las persistentes tensiones políticas. Honduras se proyecta en 3.3% y 3.2% para 2025, mostrándose como estable si la inflación se modera y teniendo estabilidad macroeconómica;

mientras que, El Salvador crecería en 3.1% y 2.6% para 2025, ante un moderado crecimiento en las remesas y reformas estructurales. Adicionalmente, Guatemala se presenta en 3% y 3.4% para 2025 teniendo un crecimiento moderado en remesas y una económica resiliente, aunque enfrenta desafíos como la desaceleración del comercio global. Por último, Panamá es el país que presenta mayores desafíos para su crecimiento en 2024 proyectando 2.4% y 3.5% para 2025. El crecimiento más lento en 2024 se debe al cierre de la mina Cobre Panamá y la reducción del tráfico en el Canal de Panamá debido a la sequía.

A diciembre de 2024, la economía de Estados Unidos ha mostrado mayor resiliencia de lo esperado, con un crecimiento impulsado por el gasto de los consumidores, que aumentó un 2.8% en el año. La inflación, aunque en descenso, cerró en 2.8% interanual en noviembre, aún por encima del objetivo del 2% de la Reserva Federal, que en diciembre aplicó un recorte de tasas de 25 puntos básicos, situándolas entre 4.25% y 4.50%. Las políticas comerciales de EE.UU. siguen afectando el comercio global, con nuevos aranceles a socios clave como México, Canadá y China, generando tensiones en las cadenas de suministro. Aunque el país mantiene un crecimiento sólido, persisten riesgos relacionados con la inflación y el comercio, que impactan en Centroamérica y el Caribe.

Las perspectivas para 2024-2025 presentan un crecimiento moderado y desafíos persistentes. Manteniendo riesgos geopolíticos, tensiones comerciales y los cambios climáticos, que continuaran siendo factores determinantes ante la dinámica económica global y regional. Las economías emergentes son las que pueden salir más afectadas por lo que deben estar preparadas para un entorno económico complejo, buscando estrategias que le permitan mantener el crecimiento y mitigar los riesgos.

### **Contexto económico**

---

PCR opina que Panamá continuará caracterizado con un PIB per cápita alto, inflación controlada y estabilidad macroeconómica con perspectivas de crecimiento buenas a mediano plazo, aunque persisten temas de gobernanza y finanzas públicas. Información de fuentes oficiales indican que el crecimiento real del PIB superará el 3% en 2025, impulsado por obras públicas, actividades logísticas y la actividad del Canal de Panamá.

El Gobierno tiene la intención de abordar el asunto de la mina de cobre en el presente año. Existe la posibilidad de reapertura temporal de la mina para financiar su cierre responsable, pero esto podría traer costos políticos al ser un tema social delicado. Los procedimientos de arbitraje contra el gobierno debido al cierre siguen siendo un pasivo contingente relevante (USD 20,000 millones, cerca de un cuarto del PIB a junio de 2024).

Las cifras del Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INEC) permiten inferir que el déficit por cuenta corriente se pueda ampliar durante 2025 por la pérdida de exportaciones provocadas por el cierre de la mina. Si bien esto es desfavorable, no se considera que haya un riesgo para la estabilidad macroeconómica dado que los agentes económicos se caracterizan por registrar “colchones” de liquidez externa para manejar los choques en ausencia de un banco central. Por su parte, la deuda externa neta podría llegar al 50 % del PIB a 2024 y primer semestre de 2025.

Por el lado fiscal, existe la expectativa que el déficit esté cercano a los nuevos límites, en 4.3 % del PIB en 2025 y 3.8 % en 2026. Por otra parte, los recortes del gasto podrían enfrentar un retroceso político, como lo demuestra el presupuesto de 2025, que se incrementó significativamente a través del proceso legislativo. Además, el Gobierno espera elevar significativamente la recaudación tributaria al 8.9 % del PIB en 2025 desde el 6.4 % en 2024 vía combate a la evasión. Una mejora tan grande implicaría cambios en el código tributario, lo que ha sido descartado por las autoridades y genera dudas de cómo se logrará tal meta. Cifras preliminares disponibles indican que la deuda pública bruta cerrará en cerca del 65 % a 2024 y seguirá ascendente en los años siguientes; la deuda pública neta de las obligaciones previsionales reduce este indicador a cerca del 59%.

### **Contexto sector**

---

El sector inmobiliario está directamente relacionado con el ciclo económico y variables macroeconómicas, principalmente con el Producto Interno Bruto (PIB), la generación de empleos y las tasas de interés. A diciembre de 2024, se estima que el sector aún no ha recuperado totalmente los niveles de empleo previos a la pandemia, manteniéndose aproximadamente 12 mil empleos por debajo de los niveles de 2019, aunque se observa una leve mejoría frente a 2023. Las tasas de interés, influenciadas por la política monetaria de Estados Unidos (por ser Panamá una economía dolarizada), se han mantenido elevadas durante gran parte del año, limitando el acceso a financiamiento hipotecario y afectando el dinamismo del mercado. A esto se suman variables como el crecimiento poblacional, que continúa en expansión moderada, y el ingreso promedio de las familias, que ha mostrado estancamiento en términos reales debido a la inflación acumulada.

El mercado inmobiliario en Panamá sigue atrayendo a inversionistas internacionales gracias a su economía dolarizada, estabilidad política relativa, y ventajas fiscales, especialmente en sectores turísticos y de zonas francas. La ubicación estratégica del país en el comercio internacional continúa siendo un punto de atracción clave. El desarrollo inmobiliario mantiene su concentración en la Ciudad de Panamá, con un enfoque en apartamentos, edificios comerciales y oficinas. No obstante, ha cobrado fuerza el crecimiento en áreas costeras como Pedasí, Coronado y Bocas del Toro, impulsado por el turismo y la demanda de segundas residencias. Diversos proyectos inmobiliarios en estas zonas están en fases avanzadas de construcción y se espera que culminen entre 2025 y 2026.

La administración pública ha reforzado su inversión en infraestructura en el interior del país, particularmente en redes viales, saneamiento y servicios públicos, lo cual ha incentivado el desarrollo inmobiliario fuera de la capital. Aun así, existen desafíos como el riesgo de sobreoferta en el segmento de apartamentos de gama media-alta y la posible revisión de políticas fiscales que podrían afectar la inversión extranjera si no se gestionan adecuadamente.

En cuanto a las cifras del sector, las actividades inmobiliarias y empresariales crecieron 10.2% interanual en el tercer trimestre de 2023, con una tendencia positiva que se mantuvo durante 2024. Para el primer semestre de 2024, la producción del sector alcanzó un crecimiento estimado del 8.7% con respecto al mismo periodo del año anterior, contribuyendo con aproximadamente 1.9% del PIB nacional. Esta expansión refleja una recuperación gradual pero sostenida del sector tras el impacto de la pandemia.

El mercado de bienes raíces de Panamá continúa segmentado en tres áreas principales:

- **Residencial:** Centrado en la venta y alquiler de viviendas, ha experimentado una leve reactivación, especialmente en proyectos con subsidios estatales y viviendas de interés preferencial.
- **Comercial:** Ligado al alquiler de locales y oficinas, ha mostrado una recuperación lenta debido a cambios estructurales en el mercado laboral y el auge del trabajo híbrido.
- **Industrial:** En crecimiento moderado, impulsado por la expansión de zonas logísticas y galeras en sectores como Panamá Pacífico y Tocumen.

Para finalizar, el sector inmobiliario cerró 2024 con un dinamismo ligeramente superior al del año anterior, pese a los retos del entorno económico. El segmento residencial se mantiene como el motor principal del mercado, impulsado por la demanda interna, subsidios gubernamentales y nuevas estrategias de financiamiento. Sin embargo, se recomienda monitorear con cautela el comportamiento de la oferta y la evolución de las tasas de interés para evitar desequilibrios en el mediano plazo.

## **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 Santa María Business District, Juan Díaz, PH Santa María Office Plex 71, Ciudad de Panamá, República de Panamá.

### **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 con personal y las funciones administrativas son realizadas por los ejecutivos de Constructora Xandri, S.A.

La empresa es un vehículo especializado para la emisión del Programa Rotativo de Bonos Corporativos, canalizando recursos hacia las empresas relacionadas que utilizan dichas facilidades para el financiamiento de proyectos inmobiliarios, cancelación de obligaciones financieras y expansión operativa. En este contexto, mantiene una relación económica directa con las entidades beneficiarias de los fondos, bajo un modelo de intermediación estructurada a través de fideicomisos.

Como antecedente relevante, se recuerda que en diciembre de 2019 se formalizaron convenios de fusión por los cuales las sociedades Plaza Bolívar Holdings, S.A. y Hazlebury Ventures, Corp. fueron absorbidas por Xandri, S.A., y PTY Investment Inc. por Casselberry, S.A., transfiriendo todos sus activos y pasivos a estas últimas. Estas fusiones siguen vigentes como parte del sustento estructural del grupo y de las garantías otorgadas en favor de los bonos de serie senior.

### **Gobierno corporativo**

La compañía mantiene una estructura societaria tradicional, en la cual todas las acciones comunes cuentan con los mismos derechos y privilegios, incluyendo el derecho a un voto por acción en las juntas de accionistas, según lo establecido en su Pacto Social. La sociedad dispone de una Junta Directiva compuesta por al menos tres miembros, conforme al artículo sexto del mismo documento, y permite que los accionistas puedan otorgar poderes para representación y votación en juntas, sin requerir que el apoderado sea accionista o director.

El capital social permanece constituido por 498.35 acciones comunes con un valor nominal de PAB 100 cada una, totalizando PAB 49,835 al cierre de diciembre de 2024, sin modificaciones respecto al año anterior.

En la práctica, las convocatorias a juntas de accionistas se realizan con una anticipación aproximada de dos semanas, y si bien se permite la inclusión de puntos en la agenda y la delegación de voto, estos procedimientos no están formalizados a través de reglamentos específicos. Tampoco se ha establecido un reglamento interno para la Junta Directiva, lo cual limita la trazabilidad y formalidad de sus decisiones.

La empresa no cuenta con una política de gobierno corporativo ni con un área estructurada de cumplimiento o auditoría interna. La comunicación con los accionistas se canaliza principalmente a través del gerente general y la Junta Directiva, sin que exista una unidad formalmente designada para esta función. Asimismo, no se han implementado políticas de gestión de riesgos, ética empresarial ni mecanismos de divulgación pública sobre el desempeño institucional.

Como resultado, si bien la estructura formal permite cierto nivel de participación y delegación, se concluye que la empresa no ha adoptado los principios y procedimientos de un buen gobierno corporativo conforme a estándares internacionales ni a las guías recomendadas por la Superintendencia del Mercado de Valores. La ausencia de políticas y órganos de control internos representa una limitación para la transparencia, la rendición de cuentas y la supervisión efectiva de las decisiones estratégicas y financieras del emisor.

### **Responsabilidad social empresarial**

Con base en la información suministrada a través de la encuesta ESG de fecha abril de 2025, se identifican áreas relevantes de mejora en la gestión de los factores ambientales, sociales y de gobierno corporativo. En la dimensión ambiental, la empresa no cuenta con una política formal en materia de sostenibilidad ni ha implementado estrategias para la gestión de impactos ambientales, eficiencia energética o adaptación al cambio climático. Asimismo, no se ha realizado una evaluación de riesgos climáticos, lo que limita su capacidad para anticipar vulnerabilidades relacionadas con el entorno natural.

En el ámbito social, se observan prácticas positivas como el cumplimiento de la normativa laboral vigente y el otorgamiento de ciertos beneficios adicionales a sus colaboradores. Sin embargo, estas acciones no están integradas dentro de una estrategia institucional ni se complementan con programas de responsabilidad social empresarial o mecanismos formales de relacionamiento con las comunidades o grupos de interés. Desde la perspectiva de gobernanza, se identifican debilidades estructurales significativas. La organización no dispone de un reglamento de Junta Directiva ni de Asamblea de Accionistas, carece de auditoría interna y no ha desarrollado políticas de gestión de riesgos o de transparencia corporativa. Si bien los órganos de gobierno mantienen contacto con los accionistas y respetan los plazos legales para convocatorias, no existen procedimientos normativos que formalicen estas prácticas ni mecanismos de divulgación sobre su desempeño institucional.

En conjunto, la empresa presenta un nivel incipiente de formalización en aspectos ESG. La ausencia de políticas estructuradas y de instrumentos de control limita su capacidad para integrar estos factores en su estrategia operativa y de largo plazo. En este sentido, se considera que los factores ESG constituyen una debilidad relativa en su perfil de riesgo integral, y representan un área de oportunidad para el fortalecimiento institucional.

### **Operaciones y estrategias**

Los contratos de alquiler vigentes de las entidades Casselberry, S.A. y Xandri, S.A. a ser cedidos al Fideicomiso de Garantía, 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.

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**

#### **Indicadores de rentabilidad**

La empresa mantuvo un resultado neto positivo al cierre de 2024, con una utilidad neta de PAB 204.5 mil, ligeramente inferior a los PAB 220.3 mil del año anterior. Este resultado refleja una leve desaceleración en la rentabilidad, aunque los márgenes operativos permanecen positivos. El EBITDA estimado alcanzó PAB 4.1 millones, aún por encima de los gastos financieros del período (PAB 3.8 millones), lo cual indica que la operación continúa siendo suficiente para cubrir el servicio de deuda, aunque con un margen limitado. El margen neto anual se ubicó en 4.9%, estable frente al 5.0% del año anterior. El retorno sobre activos (ROA) se mantuvo en 0.3%, mientras que el retorno sobre patrimonio (ROE) fue de 63.7%, inferior al de ejercicios previos, debido al fortalecimiento del capital contable como resultado de la acumulación de utilidades retenidas.

### Riesgo de liquidez y fondeo

La principal fuente de fondeo es el programa de bonos, que representa el 97% de pasivo. La razón circulante fue de 1.39 al cierre de 2024, levemente superior al 1.33 registrado en 2023, reflejando una mejora marginal en la liquidez contable. El capital de trabajo ascendió a PAB 2.0 millones, lo cual indica una posición positiva desde el punto de vista de indicadores tradicionales. No obstante, el 97.7% de los activos corrientes está compuesto por préstamos a partes relacionadas y fondos en fideicomiso, cuya conversión a efectivo depende de decisiones ajenas a la empresa y mecanismos estructurados. Esta composición limita la disponibilidad inmediata de liquidez y representa un riesgo si se presentan desembolsos imprevistos o retrasos en los flujos esperados.

### Riesgo de solvencia

El patrimonio se fortaleció en 2024, alcanzando PAB 321 mil, frente a PAB 116 mil en 2023, gracias a la acumulación de utilidades no distribuidas. Esta mejora permitió una leve reducción en el apalancamiento, aunque la empresa continúa con una estructura altamente endeudada. La razón de endeudamiento se redujo a 208 veces, frente a más de 600 veces en el año anterior, aunque el nivel sigue siendo elevado y sensible a cambios mínimos en el capital contable.

Los pasivos totales descendieron a PAB 66.7 millones, lo que refleja una menor presión financiera en términos absolutos, pero no modifica de forma significativa el perfil de riesgo. A pesar de ello, no se identifican descalces importantes entre activos y pasivos ni señales inmediatas de estrés financiero.

### Evaluación del servicio de deuda

La empresa mantiene pasivos financieros por PAB 64.7 millones, correspondientes a emisiones de bonos corporativos, de los cuales PAB 5.2 millones corresponden a vencimientos en los próximos 12 meses. La cobertura de intereses, medida por la razón EBITDA / gastos financieros, se ubicó en 1.08x, apenas por encima del punto de equilibrio y por debajo del umbral prudencial de 1.25x. A pesar de que no se han registrado incumplimientos, el efectivo disponible al cierre fue de apenas PAB 167 mil y el flujo operativo neto fue negativo, debido a movimientos en cuentas por pagar e impuestos. Aunque el fideicomiso garantiza el pago de intereses en el corto plazo, la limitada liquidez inmediata podría representar una vulnerabilidad si se materializan retrasos en los ingresos por préstamos o si surgen desembolsos imprevistos.

### Instrumento calificado

Inmobiliaria Cervelló, S.A. cuenta con un programa rotativo de bonos corporativos por hasta USD 100 millones, denominados en dólares estadounidenses. Las emisiones pueden realizarse en múltiples series (Senior o Subordinadas), con fechas de vencimiento y tasas de interés determinadas mediante suplemento. Los intereses se pagan trimestralmente (marzo, junio, septiembre y diciembre), y el capital puede amortizarse de forma parcial o total, conforme al cronograma establecido para cada serie.

La redención anticipada está permitida sin penalidad, a discreción del emisor, calculada sobre el saldo insoluto. El pago de intereses subordinados está condicionado a que no exista evento de incumplimiento y a que se hayan perfeccionado todas las garantías correspondientes. Las fuentes de pago están ligadas principalmente al negocio de alquiler de locales comerciales, a través de flujos generados por las empresas vinculadas al emisor.

Las garantías están constituidas por fideicomisos irrevocables administrados por Prival Trust, S.A, que incluyen bienes inmuebles con cobertura de al menos 200% del saldo insoluto, contratos de arrendamiento, flujos proyectados, pólizas de seguro y cuentas de reserva. En el caso de los bonos subordinados, estos no cuentan con garantía real y su repago depende exclusivamente del emisor.

Los fondos provenientes de las emisiones se destinarán al repago de deuda, amortización de obligaciones financieras, inversión y capital de trabajo.

A diciembre 2024, Inmobiliaria Cervelló, S.A. cuenta con las siguientes series garantizadas y subordinadas del Programa Rotativo de Bonos Corporativos:

Serie	Tipo de serie	Garantía	Monto (USD)	Saldo (USD)	Tasa	Fecha de emisión	Vencimiento
Serie B	Subordinados	Sin garantías	2,500,000	2,500,000	12.5%	02/07/2019	02/07/2029
Serie D	Senior	Fideicomiso	70,000,000	59,500,000	Tasa fija 5.25%	30/06/2021	30/06/2029
Serie E	Subordinados	Sin garantías	1,000,000	1,000,000	8.0%	30/06/2021	30/06/2031
Serie F	Subordinados	Sin garantías	1,500,000	1,500,000	6.25%	30/03/2022	30/03/2032
Serie G	Senior	Fideicomiso	500,000	500,000	6.5%	06/06/2024	06/06/2025

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.

### ***Garantías y respaldo fiduciario***

Las emisiones de bonos corporativos están respaldadas por un fideicomiso de garantía que incorpora una serie de bienes inmuebles como colateral. Según los avalúos actualizados al mes de enero de 2024, se identifican más de 15 fincas ubicadas en zonas estratégicas de la ciudad de Panamá y áreas metropolitanas, con un valor total de mercado superior a PAB 204 millones, reflejando una cobertura de 3.14x respecto al saldo vigente de las emisiones.

Entre los activos más relevantes destacan:

- Un terreno en La Pita con un área de más de 354,000 m<sup>2</sup> y un valor de PAB 47.9 millones, siendo el bien de mayor avalúo individual.
- Fincas en Costa del Este, propiedad de Xandri, S.A., con un avalúo total de PAB 35.5 millones.
- Activos ubicados en Bella Vista y Transistmica, que en conjunto suman más de PAB 35 millones.
- El complejo de Multiplaza, con un valor estimado de PAB 16 millones y propiedad de Casselberry, S.A.

En cuanto a la propiedad de los bienes, estos se encuentran mayoritariamente a nombre de entidades relacionadas con el emisor, como Casselberry, S.A. y Xandri, S.A., lo cual refuerza el control operativo del grupo sobre las garantías ofrecidas. También se incluyen activos de terceros vinculados, como Hazlebur, en el sector Brisas. La totalidad de los avalúos fueron emitidos por peritos certificados y presentan fechas recientes (enero 2024), lo cual permite considerarlos como representativos para fines de análisis crediticio. La alta dispersión geográfica y estratégica de los terrenos – incluyendo zonas como Costa del Este, Transistmica y Chorrera– contribuye a mitigar el riesgo de concentración por ubicación.

En este contexto, el fideicomiso de garantía constituye un mecanismo sólido de mitigación de riesgo crediticio, tanto por el valor agregado de los bienes como por su diversidad y liquidez potencial en caso de ejecución. No obstante, se recomienda mantener un monitoreo periódico de las condiciones de mercado inmobiliario, la vigencia de los avalúos y el cumplimiento de las condiciones fiduciarias establecidas.

### ***Condiciones de los contratos de arrendamiento***

- Los contratos deberán tener un plazo igual o mayor al plazo de la respectiva serie de los bonos de la serie senior que estén garantizando.
- 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 solo 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. 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.

### Redención anticipada

El emisor podrá redimir anticipadamente los bonos a su entera discreción, parcial o totalmente, de cada una de las series o la totalidad de estas según lo estipulado en los Suplementos al Prospecto Informativo de cada serie. No habrá penalidad para las redenciones parciales y totales, dicho pago se hará prorata a todos los tenedores registrados de la emisión.

### 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 incluye cuentas fiduciarias, cánones de arrendamiento, pólizas de seguro y primera hipoteca de anticresis sobre bienes inmuebles, el cual está manejado por 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.

### Proyecciones financieras

Las proyecciones financieras para el período 2025-2029 anticipan una expansión en su modelo operativo y perfil financiero, con ingresos anuales promedio de PAB 4.2 millones y utilidad neta promedio de PAB 105 miles. Se observa una estimación ajustada en la cobertura de EBITDA sobre servicio de deuda, así como sobre gastos financieros. En conjunto, las proyecciones plantean un escenario de crecimiento estable; no obstante, su materialización dependerá de factores clave como el cumplimiento de contratos con partes relacionadas, el fondeo efectivo por parte de los vehículos estructurados y la estabilidad de las condiciones macroeconómicas y del mercado inmobiliario panameño

#### PROYECCIONES FINANCIERAS 2025-2024 y EJECUCIÓN 2024

Cifras en PAB	2024 R	2025 P	2026 P	2027 P	2028 P	2029 P
<b>Ingresos</b>						
Ingresos por servicios administrativos	293,400	277,914	290,456	292,858	295,682	218,539
Ingresos por intereses sobre préstamos	3,829,505	3,970,203	4,149,374	4,183,679	4,224,031	3,121,990
Ingresos por intereses sobre depósitos a plazo fijo	77,181	-	-	-	-	-
Otros ingresos	-	-	-	-	-	-
<b>Total Ingresos</b>	<b>4,200,086</b>	<b>4,248,117</b>	<b>4,439,830</b>	<b>4,476,537</b>	<b>4,519,713</b>	<b>3,340,529</b>
<b>Gastos generales y administrativos</b>						
Amortización de gastos de emisión	(58,781)	(58,781)	(58,781)	(58,781)	(58,781)	(58,781)
Depreciación de bienes muebles	(126)	(153)	(153)	(153)	(153)	(153)
Honorarios por servicios de administración	(55,592)	(35,096)	(36,500)	(37,960)	(39,478)	(41,057)
Honorarios por servicios de auditoría	-	(8,500)	(8,500)	(8,500)	(8,500)	(8,500)
Mantenimiento	(580)	-	-	-	-	-
Otros gastos de operación	(2,782)	(30,000)	(30,000)	(30,000)	(30,000)	(30,000)
<b>Total gastos generales y administrativos</b>	<b>(117,861)</b>	<b>(132,530)</b>	<b>(133,934)</b>	<b>(135,394)</b>	<b>(136,912)</b>	<b>(138,491)</b>
Gastos de intereses series	(3,829,505)	-	-	-	-	-
<b>Total otros ingresos (gastos)</b>	<b>(3,829,505)</b>	<b>(3,970,203)</b>	<b>(4,149,374)</b>	<b>(4,183,679)</b>	<b>(4,224,031)</b>	<b>(3,121,990)</b>
<b>Utilidad antes del impuesto sobre la renta</b>	<b>252,720</b>	<b>145,384</b>	<b>156,522</b>	<b>157,464</b>	<b>158,770</b>	<b>80,048</b>
Impuesto sobre la renta	(48,135)	(36,346)	(39,131)	(39,366)	(39,692)	(20,012)
<b>Utilidad Neta Operativa</b>	<b>204,585</b>	<b>109,038</b>	<b>117,392</b>	<b>118,098</b>	<b>119,077</b>	<b>60,036</b>

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

#### INDICADORES FINANCIEROS

	2024 R	2025 P	2026 P	2027 P	2028 P	2029 P
EBITDA	4,141,132	4,174,521	4,364,830	4,400,077	4,441,735	3,260,972
Servicio de deuda	5,225,000	6,233,366	5,341,629	5,250,000	5,228,125	2,603,125
Gastos financieros	3,829,505	3,970,203	4,149,374	4,183,679	4,224,031	3,121,990
<b>EBITDA/Servicio de deuda</b>	<b>0.79</b>	<b>0.67</b>	<b>0.82</b>	<b>0.84</b>	<b>0.85</b>	<b>1.25</b>
<b>EBITDA/Gastos financieros</b>	<b>1.08</b>	<b>1.05</b>	<b>1.05</b>	<b>1.05</b>	<b>1.05</b>	<b>1.04</b>

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

## Anexos

<b>BALANCE GENERAL</b>					
(Miles de PAB)	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24
<b>Activo</b>	<b>dic-20</b>	<b>dic-21</b>	<b>dic-22</b>	<b>dic-23</b>	<b>dic-24</b>
<b>Activo corriente</b>	<b>4,319</b>	<b>3,330</b>	<b>6,275</b>	<b>8,370</b>	<b>7,277</b>
Efectivo y bancos	80	279	105	363	167
Fondos en fideicomisos	1,700	943	1,942	3,805	1,882
Préstamos por cobrar partes relacionadas	2,531	2,100	4,200	4,200	5,225
Impuesto pagado por anticipado	8.0	8.2	28.2	1.6	3.1
<b>Activo no corriente</b>	<b>76,724</b>	<b>73,549</b>	<b>68,719</b>	<b>64,400</b>	<b>59,708</b>
Préstamos por cobrar, partes relacionadas	75,759	71,815	67,615	63,415	58,690
Cuentas por cobrar, partes relacionadas	965	1,733	1,103	985	1,018
Otros activos	0.1	0.6	0.5	0.4	0.3
<b>Total Activo</b>	<b>81,044</b>	<b>76,879</b>	<b>74,994</b>	<b>72,770</b>	<b>66,985</b>
<b>Pasivo</b>					
<b>Pasivo corriente</b>	<b>2,569</b>	<b>2,140</b>	<b>4,224</b>	<b>6,271</b>	<b>5,247</b>
Bonos por pagar a corto plazo	2,531	2,100	4,200	4,200	5,225
Cuentas por pagar proveedores	-	-	0.7	-	-
Impuestos acumulados por pagar	38	40	23	2,071	22
<b>Pasivo no corriente</b>	<b>78,217</b>	<b>74,671</b>	<b>70,541</b>	<b>66,383</b>	<b>61,418</b>
Bonos por pagar a largo plazo	76,331	72,467	68,328	64,185	59,515
Cuentas por pagar entre partes relacionadas	1,886	2,204	2,213	2,198	1,902
<b>Total Pasivo</b>	<b>80,786</b>	<b>76,811</b>	<b>74,765</b>	<b>72,654</b>	<b>66,664</b>
<b>Patrimonio</b>					
Capital social común	50	50	50	50	50
Utilidad (déficit) acumulado	207	18	179	67	271
<b>Total Patrimonio</b>	<b>257</b>	<b>68</b>	<b>229</b>	<b>116</b>	<b>321</b>

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

<b>ESTADO DE RESULTADOS</b>					
	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24
<b>Ingresos</b>	<b>5,328</b>	<b>6,387</b>	<b>4,548</b>	<b>4,414</b>	<b>4,200</b>
Ingresos operativos	-	-	-	-	-
Ingresos por intereses sobre préstamos	4,920	4,507	4,205	4,023	3,830
Ingresos por servicios	380	820	317	322	293
Ganancia en valores negociables	-	1,035	-	-	-
Intereses ganados sobre depósitos a plazo fijo	28	25	26	68	77
<b>Gastos</b>	<b>5,078</b>	<b>5,102</b>	<b>4,335</b>	<b>4,142</b>	<b>3,947</b>
Gastos por intereses	4,920	4,507	4,205	4,023	3,830
Amortización del gasto de emisión de bonos	63	529	68	57	59
Honorarios profesionales	85	59	59	57	56
Multas y recargos	-	-	-	-	-
Depreciación	0	0	0	0	0
Mantenimiento y reparaciones	-	-	-	0	1
Otros gastos de operación	11	6	2	5	3
<b>Utilidad bruta</b>	<b>250</b>	<b>1,286</b>	<b>213</b>	<b>272</b>	<b>253</b>
Otros ingresos (gastos)	-	-	-	-	-
<b>Utilidad operativa</b>	<b>250</b>	<b>1,286</b>	<b>213</b>	<b>272</b>	<b>253</b>
Impuesto sobre la renta	62	81	53	51	48
<b>Utilidad neta</b>	<b>188</b>	<b>1,205</b>	<b>161</b>	<b>220</b>	<b>205</b>

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

## INDICADORES FINANCIEROS

Rentabilidad	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24
ROA	0.2%	1.6%	0.2%	0.3%	0.3%
ROE	73.0%	1767.6%	70.3%	189.2%	63.7%
Liquidez	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24
Capital de trabajo	1,750	1,190	2,051	2,099	2,030
Liquidez corriente	1.68	1.56	1.49	1.33	1.39
Activo corriente	4,319	3,330	6,275	8,370	7,277
Pasivo corriente	2,569	2,140	4,224	6,271	5,247
Endeudamiento y solvencia	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24
Solvencia (Activo / Pasivo)	100.3%	100.1%	100.3%	100.2%	100.5%
Endeudamiento (Pasivo/Activo)	99.7%	99.9%	99.7%	99.8%	99.5%
Patrimonio/ Activo	0.3%	0.1%	0.3%	0.2%	0.5%
Patrimonio/ Pasivo	0.3%	0.1%	0.3%	0.2%	0.5%
Endeudamiento Patrimonial	314	1,127	327	624	208
Deuda L/P	78,217	74,671	70,542	66,383	61,418
Deuda Financiera/Patrimonio	296.7	1,063.1	298.8	551.1	185.4
Deuda / EBITDA	15.4	12.1	16.7	16.7	16.1
EBITDA/ Gastos Financieros	1.1	1.40	1.07	1.08	1.08
Gastos financieros	4,920	4,507	4,205	4,023	3,830
EBITDA	5,232	6,322	4,487	4,352	4,141

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

### Nota sobre información empleada para el análisis

La información empleada en la presente calificación 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. El informe se trabajó con el Prospecto Informativo y el Contrato de Fideicomiso en versión Preliminar.