

Panamá, 21 de marzo de 2018

Señores
Prival Bank, S.A.
Agente de Pago, Registro y Transferencia
Ciudad. –

Referencia: Calificación de Riesgo – Emisión Serie O y N Prival Finance, S.A.

Estimados Señores:

En referencia a la Oferta Pública de Notas Estructuradas de Prival Finance, S.A., hasta por la suma de doscientos millones de dólares y amparada por la Resolución SMV No.161-14 de 4 de abril de 2014, les informamos que el comité ordinario de Calificación de Riesgo, PCR decidió otorgar la calificación para las Series N y O de este Programa, según el siguiente detalle:

Calificadora	Pacific Credit Rating
Calificación:	PAAA
Perspectiva:	Estable
Significado de la Calificación:	Emisiones con alta calidad crediticia. Los factores de protección son fuertes. El riesgo es modesto, pudiendo variar en forma ocasional por las condiciones económicas.

El informe de calificación de riesgo se adjunta a la presente nota y ha sido publicado en la siguiente página web: <http://www.ratingspcr.com/>

Sin otro particular por el momento,

Atentamente,



Manuel Torres
Firma Autorizada

Prival Finance, S.A.

Calle 50 y 71 San Francisco . Apartado 0832 - 00396 . Panamá

Teléfono: +507 303-1900 info.pa@prival.com www.prival.com

Prival Finance, S.A.

Serie de Notas Estructuras N y O crédito subyacente PT-34

Comité 06/18		
Informe con Estados Financieros no Auditados al 30 de septiembre de 2017		Fecha de comité: 20 de marzo de 2018
Periodicidad de actualización: Semestral		Sector Inmobiliaria/Panamá
Equipo de Análisis		
Diego Betancourt dbetancourt@ratingspcr.com	Aura Contreras acontreras@ratingspcr.com	(502) 6635.2166
Calificaciones		
Fecha de información		Sep-17
Serie de Notas Estructuras (Series N y O)		PA ^A AA
Perspectiva		Estable

Significado de la Calificación

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

La calificación de la emisión de Notas Estructuras con crédito subyacente PT-34, se sustenta en los amplios márgenes de cobertura y liquidez que inciden en la capacidad de pago del deudor. Por su parte, la emisión evidencia un adecuado nivel de garantías a partir de la gestión de Compañía Insular Americana como parte del Grupo Empresarial Los Pueblos, que cuenta con una larga experiencia y reconocida trayectoria.

Perspectiva

Estable

Resumen Ejecutivo

Amplia cobertura sobre la deuda proyectada. Durante el período establecido para la emisión, se estima una amplia cobertura promedio de EBIT sobre gastos financieros y equivalente a 12.7 veces, mientras que la cobertura de servicio sobre la deuda se estima en promedio de 0.8 veces. Adicionalmente, los excedentes de efectivo proyectados a cinco años comprenden un monto de US\$ 72.9 millones lo que fortalece el desempeño en función del cumplimiento a totalidad del saldo de la emisión.

Adecuadas garantías de la emisión. La emisión de notas estructuradas está respaldada por medio de un Fideicomiso Irrevocable de Garantía, en donde el patrimonio estará conformado por los bienes muebles y/o inmuebles, fianzas, prendas, cesiones y cualquier garantía otorgada, la cual tiene la cesión del 60% de las cartas promesa de pago y/o cuentas por cobrar de Compañía Insular Americana, producto de la venta de terrenos. Asimismo, una vez cancelada la Facilidad 3, su valor de avalúo debe representar el noventa por ciento (90%) de las obligaciones, mientras que los bienes inmuebles y cuentas por cobrar que constituyen la garantía del fideicomiso al finalizar el periodo de emisión constituyen una cobertura del monto total del préstamo de 183%.

Adecuada rentabilidad proyectada. El proyecto Ocean Reef Island Residences de Compañía Insular Americana, consta de dos islas. La primera de ellas, La Santa María se vendió en su totalidad del 2008 al 2014 por un valor total de US\$174,089,353.16. Se espera que a partir de la readecuación de la deuda necesaria para la urbanización de la segunda isla (a través de las notas estructuradas), se incremente el flujo de ingresos por venta de terrenos, compensando así la pérdida acumulada de los tres últimos ejercicios fiscales.

Respaldo del grupo empresarial. Compañía Insular Americana cuenta con el respaldo del Grupo Empresarial Los Pueblos del que forma parte, siendo esta una Corporación que está conformada por empresas de reconocida experiencia y con una exitosa trayectoria empresarial.

Metodología Utilizada

La opinión contenida en el informe se ha basado en la aplicación de la metodología para Calificación de riesgos de instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo, acciones preferentes y emisores.

Información Utilizada para la Calificación

- **Información financiera:** Estados financieros auditados de diciembre 2012 a diciembre 2016 y estados financieros interinos a septiembre de 2017.
- **Riesgo de Liquidez y Solvencia:** Proyecciones financieras

Contexto Económico

A diciembre 2017, según el Instituto Nacional de Estadística y Censo (INEC)¹ el crecimiento económico de Panamá fue de 5.4%, siendo la mayor tasa registrada desde 2016, la cual alcanzó 5.3% aunque inferior al promedio de los últimos tres años (5.6%). Con ello, Panamá reporta una de las tasas de crecimiento más altas en comparación con el 1.1% de crecimiento promedio en América Latina y El Caribe. Estos resultados, se sustentan en función de proyectos de construcción de la segunda línea del metro y el tránsito, sumado por la ampliación del Canal, además del alza en las inversiones públicas. Asimismo, el sector privado se ve favorecido y con miras de crecimiento ante el progreso en áreas estratégicas como el transporte y logística, minería y servicios financieros.

Con respecto al manejo del endeudamiento, el saldo de la deuda pública total disminuyó en US\$ 1,311.4 millones (-5.7%) respecto al cierre de diciembre 2016². Durante el año, se realizaron diversas aportaciones en función a la mitigación de deuda de parte de Organismos Multilaterales y del BID por US\$ 209.8 millones, así como US\$ 85 millones correspondientes al préstamo de apoyo presupuestario para el impulso a la Modernización de la Gestión Financiera del Estado y US\$7.6 millones provenientes de programas suscritos con el Banco de Desarrollo de América Latina. Con ello, el ratio de endeudamiento se situó en 40% a diciembre 2017, con una reducción del 0.5% semestral (junio 2017: 40.5%), derivado de la tendencia positiva de la producción nacional. Respecto a la gestión fiscal, el déficit fiscal del sector Público totalizó US\$ 587 millones, lo que equivale a 1% del PIB presentando una mejora interanual como resultado de una contracción en los gastos y aportación de capital.

A diciembre 2017 las exportaciones panameñas reflejaron una mejora interanual con un crecimiento de 3.6% derivado del incremento en exportación de banano (11.3%), café (113.6%), harina y aceite de pescado (15.1%) y camarón (0.2%). De la misma forma, el valor del movimiento comercial de la Zona Libre de Colón creció en 5.3% favorecido por el aumento de las importaciones CIF (Costo, Seguro y Flete) en 6% y de las reexportaciones FOB en 5.7%. Mientras tanto, las importaciones crecieron en 8.6% interanualmente, sobresaliendo los bienes de consumo no duraderos (10.9%) y los bienes intermedios (8.1%), manteniendo el déficit en la balanza comercial. Las Reservas internacionales netas totalizaron US\$ 4,337.6 millones, lo cual representó un decremento interanual de US\$ 432.9 miles (-9.1%).

Contexto Sector

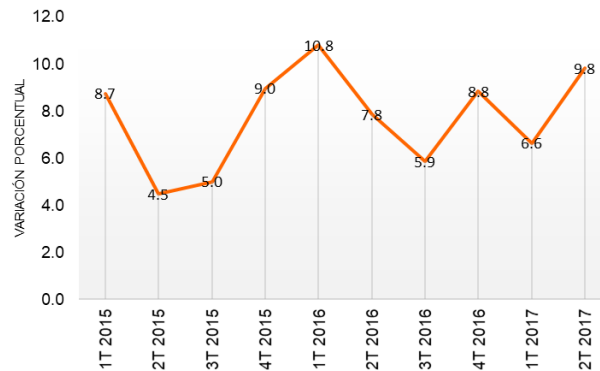
En el último quinquenio, Panamá ha mostrado un auge en el sector de construcción, ligado entre otros factores, a la incorporación de la demanda extranjera, así como a las ventajas competitivas que presenta Panamá como lugar de inversión y, al flujo de comercio gracias al Canal de Panamá. En general, el sector mostró un desempeño dinámico con tasas de crecimiento trimestrales por arriba del 4.5%, siendo esta tasa de crecimiento al cierre del segundo trimestre de 2017 superior en 8.1% en comparación al año anterior³.

¹ (Instituto Nacional de Estadística y Censo, 2017)

² (Ministerio de Economía y Finanzas, 2017)

³ (Instituto Nacional de Estadística y Censo, 2017)

**PRODUCTO INTERNO BRUTO TRIMESTRAL DEL SECTOR CONSTRUCCIÓN
VARIACIÓN PORCENTUAL CONSTANTE**



Fuente: Contraloría General de la República-Instituto Nacional de Estadística y Censo / Elaboración: PCR

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.

Compañía Insular Americana participa en el sector residencial de bienes raíces, específicamente en el estrato de alto poder adquisitivo y en el sector de bienes raíces a nivel industrial, en donde a partir de las oportunidades que ofrece Panamá, se crea un ambiente propicio para establecer sedes regionales de empresas multinacionales y atender operaciones en Latinoamérica y el Caribe, ampliando el espectro de oportunidades y de clientes potenciales dentro de estos sectores.

Según cifras oficiales de la Contraloría General a octubre de 2017, la Provincia de Panamá registró la mayor parte de las nuevas construcciones con un total de 2.4 millones de mts². Del total anterior, 3.7 millones de metros cuadrados fueron tramitados en los primeros diez meses del año, de los cuales 2.4 millones corresponden a proyectos residenciales y el resto a no residenciales.

Asimismo, Punta Pacífica es una de las ubicaciones del sector inmobiliario más cotizadas para vivir e invertir. Esta zona es reconocida de lujo con fácil acceso a los centros de negocios más relevantes del país. Situándose junto a Punta Paitilla, una de las áreas más antiguas de Panamá y caracterizada por contener la clase alta panameña, conforman una de las zonas de mayor densidad poblacional.

Debido al enfoque del proyecto en la venta de lotes residencias de baja densidad en la península de Punta Pacífica no existe un producto comparable, por lo que la competencia de Cía. Insular Americana se comprende de manera indirecta con otras empresas promotoras de bienes raíces en Panamá.

Análisis de la empresa

Reseña

Compañía Insular Americana, es una sociedad anónima constituida bajo las leyes de la República de Panamá el 7 de enero de 2011, según Escritura Pública No. 457 de la Notaría Quinta del Circuito Notarial de Panamá, inscrita en el Sistema Tecnológico de Información del Registro de Panamá, Sistema Mercantil bajo el Documento No. 1905171 y Ficha No. 723456.

La empresa Cía. Insular Americana, forma parte de Grupo Los Pueblos, una fusión de varias empresas dedicadas a diversas actividades relacionadas al diseño, la arquitectura, la construcción, el mercadeo y la venta de residencias, apartamentos, centros comerciales, oficinas y otros proyectos. Cuenta con 30 años de experiencia en el desarrollo de proyectos, los cuales están caracterizadas por divisiones comerciales, tales como soluciones comerciales, almacenamiento, proyectos especiales, desarrollo inmobiliario y transporte.

Cía. Insular Americana, es una empresa principalmente enfocada a la promoción, desarrollo y venta de proyectos inmobiliarios. Su proyecto más relevante es la construcción de dos islas de 103,251 mts² y 87,552.95 mts².

El proyecto está constituido por una comunidad residencial, los cuales contarán con servicios de restaurantes, spas, gimnasios, piscinas, supermercados, canchas de tenis, zonas al aire libre y espacios para la interacción social. Las generalidades con las que cuenta el complejo están conformadas de la siguiente manera:

- Una variedad de lotes residenciales con acceso a una amplia selección de instalaciones de diversas gamas a nivel mundial.
- Garden Apartments de tres niveles con vistas al Golfo y la Ciudad de Panamá. Diseñados con altos estándares de comodidad según la prioridad de propietario.
- Guías de diseño que regirán en todas las propiedades de la isla para garantizar el estilo arquitectónico y eminencia de las residencias.
- Áreas verdes, parques recreativos, canchas de tenis y canchas de squash.
- Área marina y Club de Yates de comodidad y servicio.
- Fibra óptica para garantizar la conectividad de las residencias.
- Las islas están conectadas a tierra firme por medio de un puente de aproximadamente 160 metros de largo.
- Acceso restringido las 24 horas, monitoreado por un equipo de seguridad altamente entrenado, garantizando su privacidad y seguridad.

Gobierno Corporativo

A la fecha del informe, el capital en acciones de Cía. Insular Americana está compuesto por 10,000 acciones comunes, con valor nominal de US\$ 1. A continuación se presenta la Junta Directiva y la Plana Gerencial con la que cuenta la compañía.

Junta Directiva	
Nombre	Cargo
Mayor Alfredo Alemán	Presidente
José Fierro Ortiz	Secretario
Alejandro Alfredo Alemán	Tesorero

Fuente: Cía. Insular Americana / Elaboración: PCR

Plana Gerencial	
Nombre	Cargo
Alejandro Alfredo Alemán	Director General
José Fierro Ortíz	Director de Proyecto
Victoria Levitam	Directora de Ventas
Adrian Altamiranda	Gerencia Financiera

Fuente: Cía. Insular Americana / Elaboración: PCR

De acuerdo con la cláusula Tercera y Cuarta del Pacto Social, las acciones podrán ser emitidas al portador o como nominativas, según disponga la Junta Directiva, y la Junta podrá permitir el canje de certificados al portador por certificado en beneficio del dueño y viceversa. Las acciones al portador sólo podrán ser emitidas si fueren totalmente pagadas y liberadas. El traspaso de las acciones se efectuará en el Registro de Acciones por el tenedor registrado de las acciones o por su apoderado, debidamente autorizado. Los demás accionistas tendrán derecho preferentemente a comprar las acciones que otro accionista desee traspasar, de acuerdo con la proporción de acciones, que posean dichos accionistas. Para este efecto, el accionista que desee traspasar sus acciones habrá de comunicar a los demás accionistas su propósito

por escrito con treinta días de anticipación, y dentro de este término los demás accionistas podrán adquirir estas acciones según los porcentajes que correspondan.

Según el Pacto Social, la Junta Directiva deberá estar compuesta de no menos de tres ni más de siete miembros, en donde el número será fijado por resolución de la Junta, así como su respectiva Plana Gerencial. La Sociedad será ejercida por la Junta Directiva, donde tendrá bajo jurisdicción el control absoluto y administración total de los negocios de la Sociedad, los cuales comprenden vender, arrendar, permutar o de cualquier otra manera enajenar todos o parte de los bienes de la Sociedad, incluyendo su clientela y privilegios, franquicias y derechos. Asimismo, no se necesitará el voto ni el consentimiento de los accionistas para el traspaso de los bienes en fideicomiso o para gravarlos con prenda o hipoteca, en garantía de las deudas de la sociedad o de terceros, bastando para ello una resolución dada por la Junta Directiva.

Para la mitigación del riesgo operacional, la Empresa ha implementado una adecuada segregación de funciones, incluyendo la independencia en la autorización de transacciones, monetaria y realiza una reconciliación de las transacciones, cumple con los requerimientos regulatorios y legales, aplica las normas de ética en el negocio y desarrolla actividades para cubrir el riesgo, incluyendo políticas de seguridad de información.

Gobierno Corporativo

Compañía Insular Americana, S.A. adquirió de ICA Panamá, S.A. los derechos de rellenos sobre el lecho marino de un área de 19 hectáreas más 81 mts² para la ejecución de las islas 1 y 2 de Punta Pacífica; cesión que hace en los mismos términos, derechos y condiciones del Contrato de Concesión Administrativa No. 70-96.

El 23 de diciembre de 2013, se formalizó en el Registro Público el convenio de fusión entre las compañías Ocean Reef Islands, Inc. y Compañía Insular Americana, S.A., sobreviviendo la Cía. Insular Americana, S.A.

La misión de Cía. Insular Americana es *“Empresa, del Grupo Los Pueblos, somos líderes en desarrollo inmobiliario innovador, de alta calidad, que brinda la mejor relación de valor para nuestros clientes, a través de la responsabilidad del entorno, con nuestros accionistas y colaboradores”.*

Su visión se basa en *“Fortalecer el reconocimiento como empresa líder y de prestigio, ofreciendo respaldo, calidad y confianza, fundamentados en nuestra experiencia, manteniendo la preferencia de nuestros clientes”.*

Análisis Financiero

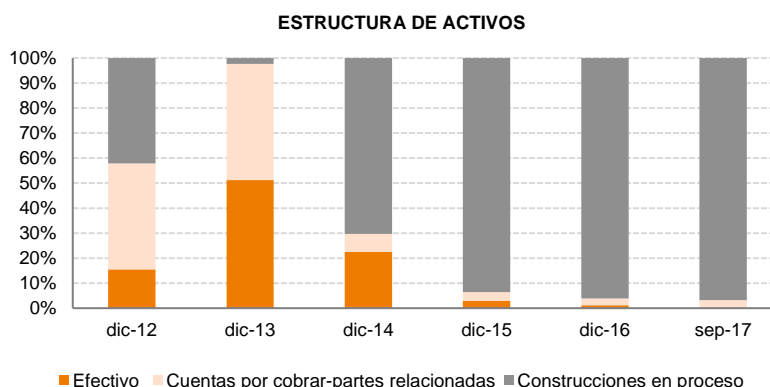
Balance General

Activo

A septiembre de 2017, los activos de Cía. Insular Americana totalizaron US\$ 144.2 millones, cuyo principal activo corresponde a construcciones en proceso (95.4% del total). Esta cuenta incluye todos los costos relacionados a la actividad de construcción, así como los costos de financiamiento atribuibles al desarrollo del proyecto, la cual muestra una clara tendencia a partir de la construcción de la Isla N° 2 iniciada en agosto de 2015. En segundo lugar, las cuentas por cobrar entre partes relacionadas representan el 3.2% de los activos a septiembre de 2017. Este saldo corresponde a desembolsos recibidos para el desarrollo de las propiedades de inversión.

ACTIVO (MILES DE BALBOAS)						
	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	sep-17
Efectivo	705	2.295	27.222	5.828	1.575	1.582
Cuentas por cobrar-partes relacionadas	6.264	24.712	1.874	1.876	3.451	4.545
Cuentas por cobrar	0	331	11	11	0	124
Anticipo a contratistas	0	0	0	26	14	96
Lotes	0	41.832	0	0	0	0
Construcciones en proceso	6.243	1.231	18.200	50.821	125.352	137.459
Gastos pagados por adelantado	0	104	103	264	263	263
Plusvalía	0	11.563	7.709	3.854	0	0
Equipo y mobiliario y enseres, neto	0	63	14	372	219	80
Total	13.211	82.131	55.134	63.053	130.874	144.150

Fuente: Cía. Insular Americana / Elaboración: PCR

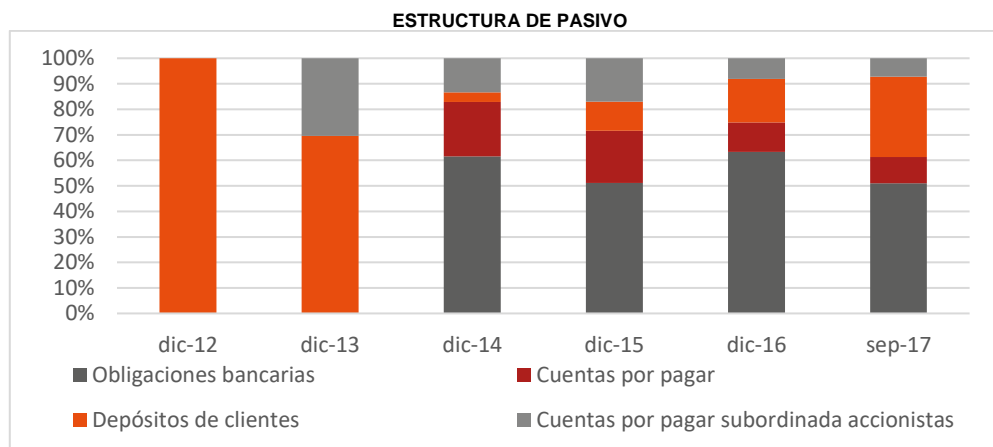


Fuente: Cía. Insular Americana / Elaboración: PCR

Pasivo

A septiembre de 2017, los pasivos de la compañía se ubicaron en US\$ 143.1 millones, conformados en su mayoría por préstamos referentes a obligaciones bancarias y cuentas por pagar a largo plazo. Las obligaciones bancarias representan el 49.6% del total de los pasivos a la fecha de análisis. En dicho rubro corresponde al financiamiento otorgado por Prival Bank, el cual registra un total de desembolsos por US\$ 80 millones de los cuales, a la fecha, se considera un total de abonos por US\$ 9 millones, dejando un saldo de US\$ 71 millones.

En relación con las cuentas por pagar a largo plazo, éstas registran una participación del 9.9% del total del pasivo a la fecha de análisis, la cual se conforma por obligaciones establecidas con Grupo Los Pueblos y Ocean Reef Residences. A septiembre 2017, los abonos a clientes que registran la venta anticipada de lotes sumaron US\$ 43.9 millones que representa un 58.5% del total del proyecto vendido.



Fuente: Cía. Insular Americana / Elaboración: PCR

Patrimonio

El patrimonio, a septiembre 2017, estuvo conformado por capital en acciones por US\$ 10 miles, el cual se encuentra suscrito y pagado. Asimismo, pese a los resultados adversos en el ejercicio, se retuvieron utilidades en septiembre 2017 por US\$ 1.1 millones.

PATRIMONIO (MILES DE BALBOAS)

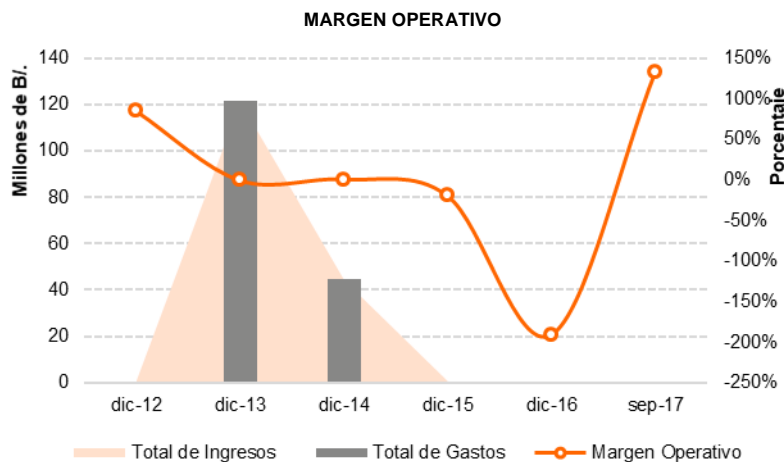
	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	sep-17
Capital en acciones	10	10	10	10	10	10
Utilidades Retenidas	1.056	489	868	816	679	1.094
Total patrimonio	1.066	499	878	826	689	1.104

Fuente: Cía. Insular Americana / Elaboración: PCR

Resultados

A septiembre 2017, Cía. Insular Americana registró ingresos por intereses por US\$ 55 miles. Cabe mencionar, que durante el 2013 y 2014 se registraron altos ingresos por un monto de US\$ 121.1 y US\$ 43.9 respectivamente, debido a la venta de lotes, los cuales presentan el proceso de escrituración amparadas por contratos de promesa de compra venta y sustentando su cobro con cartas promesas de pago irrevocable. A partir de la culminación del resto de proyectos que se encuentran en proceso de construcción, se esperaría un auge en el flujo de ingresos, sobre todo, considerando que ya existen contratos de compraventa por un monto proyectado a cinco años de US\$ 225 millones, el cual comprende la venta total del proyecto.

La empresa reflejó un total de gastos generales y administrativos por US\$ 26.2 millones, los cuales representaron el total de los costos y gastos. No obstante, se registraron pérdidas para la compañía por US\$ 26.1 millones, considerando que a la fecha no se registran ingresos debido al periodo de culminación de la Isla 2 y a la inexistencia de ventas de lotes durante el periodo.



Fuente: Cía. Insular Americana / Elaboración: PCR

Rentabilidad

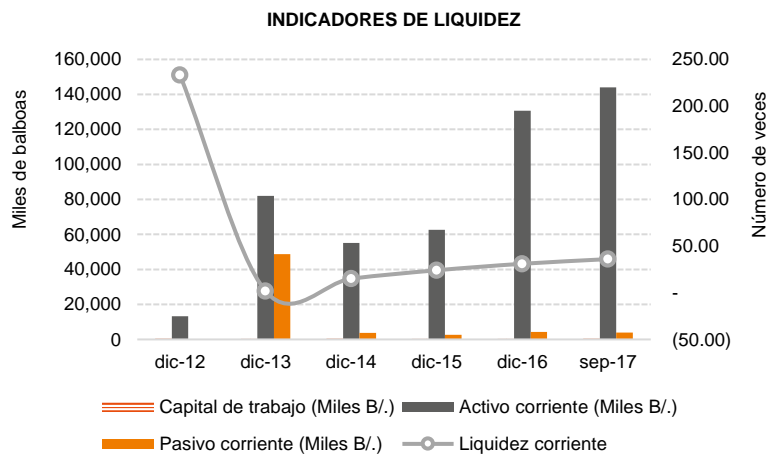
Debido al registro de pérdidas por parte de la compañía a la fecha de análisis, los indicadores de rentabilidad de Compañía Insular Americana se ubicaron en niveles bajos, registrando un ROA anualizado de 0.1% y un ROE anualizado de 6.7%, ratios superiores en comparación con el periodo anterior (diciembre 2016, ROA anualizado -0.1% y ROE anualizado -20.1%) a consecuencia que en los últimos periodos no se han registrado costos y gastos debido a que no se han contabilizado los ingresos correspondientes hasta que se generen ventas.

Liquidez y Flujo de Efectivo

Los activos corrientes estuvieron compuestos en 95.3% por inventarios al ubicarse en US\$ 137.5 millones, producto de los proyectos en proceso de construcción. En lo que respecta a los pasivos corrientes, estos se integran en 2.8% del total de pasivos, que corresponden a préstamos y obligaciones por pagar a corto plazo. A la fecha de análisis, Cía. Insular Americana reflejó un nivel de liquidez adecuado dado que sus activos corrientes cubren las obligaciones con vencimientos en un corto plazo, registrando un capital de trabajo positivo por US\$ 1 millones, derivando en un ratio de liquidez alto de 36%. Como se puede observar en la siguiente Tabla, la compañía ha mantenido un indicador de liquidez promedio de 56.9% en los últimos cinco años, siendo su menor posición en diciembre del 2013 con 1.7 veces.

INDICADORES DE LIQUIDEZ						
	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	sep-17
Capital de trabajo (Miles US\$)	1.066	434	862	452	462	1.016
Liquidez corriente	233.12	1.68	15.12	24.10	31.04	36.02

Fuente: Cía. Insular Americana / Elaboración: PCR



Solvencia

De acuerdo con el nivel de deuda de Cía. Insular Americana, las obligaciones con terceros representan el 62.3% del total de pasivos compuesta mayoritariamente por préstamos obtenidos y cuentas por pagar. A su vez el nivel de apalancamiento de la deuda total muestra fuertes niveles de endeudamiento, lo que representa la proporción del activo que es financiado con la deuda de terceros.

Instrumento Calificado

PRINCIPALES TÉRMINOS Y CONDICIONES DE LA EMISIÓN

Características	Primer Programa
Emisor:	Compañía Insular Americana, S.A.
Instrumento:	Bonos Corporativos/Notas Estructuradas
Moneda:	Dólares de Estados Unidos de América
Monto de la Oferta:	Serie N: US\$25,952,000.00 Serie O: US\$21,627,000.00
Fecha de Oferta:	Entre 30 de marzo y 30 de abril de 2018
Plazo de la emisión:	5 años
Tasa de interés:	8.50% anual fijo
Garantías	Corresponde a los bienes muebles y/o, inmuebles, fianzas, prendas, cesiones y cualquier otro tipo de garantía o respaldo que se haya otorgado en garantía del Crédito Subyacente cuyos derechos serán cedidos, total o parcialmente, de manera irrevocable y suspensiva a favor del Fideicomiso.
Forma y denominación de los bonos:	Las Notas serán emitidas inicialmente en uno o más macrotítulos o títulos globales (colectivamente las "Notas Globales") con vencimiento en la Fecha de Vencimiento, emitidas en múltiplos de US\$1,000.00, en forma nominativa y registrada sin cupones.
Pago de Capital:	El capital de la presente Nota se pagará mediante pagos recurrentes a capital a medida que se vayan recibiendo los pagos por el noventa por ciento (90%) del importe de las ventas de los Lotes del Proyecto que financia el Crédito Subyacente, suma éstas que son recibidas a través del Fiduciario del Fideicomiso de Garantías identificado como el Fideicomiso No. PT-34 que garantiza Crédito Subyacente de CIA, y cualquier Saldo Insoluto que quede pendiente, se cancelará en su totalidad en la Fecha de Vencimiento. No obstante lo anterior, el pago a capital de la presente Nota, está condicionado al previo pago a capital del Crédito Subyacente correspondiente. La fecha de pago a capital se notificará con cinco (5) días hábiles de anticipación.
Fechas de Pago:	Los intereses de la presente Nota se pagarán los días veinticinco (25) de los meses de diciembre, marzo, junio y septiembre. La primera Fecha de Pago de Interés será el veinticinco (25) de junio de dos mil dieciocho (2018) por el monto proporcional a intereses causados desde la Fecha de Expedición. No obstante lo anterior, el pago a intereses de la presente Nota, está condicionado al previo pago a intereses del Crédito Subyacente correspondiente.
Uso de los fondos:	Los fondos netos producto de la venta de las Notas de la Serie N y O se utilizarán para financiar la consolidación de la deuda financiera de Compañía Insular Americana, S.A.

Agente Estructurador y Agente de Pago, Registro y Transferencia:	Prival Bank, S.A.
Custodio:	Central Latinoamericana de Valores, S.A.
Fiduciario:	Prival Trust, S.A.

Fuente: CIA/Prival Bank, S.A./ Elaboración: PCR

Garantías de la Emisión

Los créditos subyacentes están garantizados por un Fideicomiso de Garantías con Prival Trust, S.A. en calidad de Fiduciario, identificado como el Fideicomiso No. PT-34 que garantiza este préstamo de Compañía Insular Americana, S.A. y dos facilidades más que se han otorgado para el financiamiento del Proyecto (las Obligaciones Garantizadas). Las garantías son *pari passu* para las Obligaciones Garantizadas. El Fideicomiso No. PT-34 cuenta con los siguientes Bienes Fiduciarios:

- Un aporte inicial por la suma de Mil Dólares (US\$1,000.00) que entregó el Deudor para realizar la apertura de la Cuenta Fiduciaria;
- Los Flujos Dinerarios (los cuales en cuanto a la venta de los Lotes se limitan al 60% del precio de compraventa de estos según se indica en el acápite "c)" siguiente) y los derechos sobre la Cuenta Fiduciaria incluyendo toda suma depositada y acreditada en ellas;
- Los Derechos Cedidos, según los términos y condiciones establecidos en el Contrato de Cesión, que incluyen: (i) los Derechos de las Cuentas por Cobrar y de las Cartas Promesa de Pago, entendiendo por estos la cesión de derechos de las cuentas por cobrar presentes y futuras de los Contratos de Promesa de Compraventa que suscriban los compradores de los Lotes que se desarrollen en la Isla La Pinta que represente el sesenta por ciento (60%) del precio de venta de cada uno de Lotes considerando que el precio promedio de venta debe ser de US\$3,000.00 el metro cuadrado tomando en consideración el precio de todos los Lotes; (ii) las Cuentas por Cobrar cedidas a favor del Fiduciario deberán representar al menos el sesenta por ciento (60%) del monto total de las Obligaciones Garantizadas previo al desembolso de la Facilidad No.3, para dicho cálculo se deberá incluir el monto correspondiente a la Facilidad No.3, esta condición deberá ser verificada con el Agente previo al desembolso. Una vez cancelada la Facilidad No. 3 las Cuentas por Cobrar cedidas a favor del Fiduciario deberán representar al menos el noventa por ciento (90%) del monto total de las Obligaciones Garantizadas; (iii) Los derechos de las Pólizas Cedidas y Fianzas Cedidas mediante el Contrato de Cesión, y (iv) Cualesquiera derechos derivados de las Acciones Pignoradas según se establece en el Contrato de Prenda;
- Los derechos reales y de otra naturaleza, presentes y futuros, que tenga el Fiduciario respecto de las Acciones Pignoradas;
- Los derechos reales futuros y de otra naturaleza, que tenga el Fiduciario derivados del Contrato de Hipoteca y Anticresis;
- Los dineros, bienes y derechos que produzcan los Bienes Fiduciarios en concepto de ganancias de capital, intereses, réditos, indemnizaciones, compensaciones, penalidades, u otro concepto; o que resulten de dichos Bienes Fiduciarios por razón de ventas, permutas, canjes o por cualquiera otra razón;
- Cualesquiera otras cuentas bancarias o de inversión que de tiempo en tiempo establezca el Fiduciario para el cumplimiento de su encargo fiduciario; y
- Cualesquiera otros dineros, bienes, derechos, compensaciones, penalidades, indemnizaciones, que de tiempo en tiempo se traspasen al Fiduciario para que queden sujetos al Fideicomiso No. PT-34.

FIDEICOMISO No. PT-34			
Garantía	Monto	Valor	Condición
Aporte Inicial	\$1,000.00		Apertura de la Cuenta Fiduciaria
Flujos Dinerarios	\$134,900,727.82	60% del precio de compraventa	Venta de Lotes
Derechos sobre la Cuenta Fiduciaria		Toda suma depositada y acreditada en cuentas	
Derechos sobre acciones pignodaras		Toda suma derivada de las acciones pignoradas	
Derechos sobre hipoteca y anticresis		Toda suma derivada de hipoteca y anticresis	
Bienes Fiduciarios	79,886.50	La suma de dineros, bienes que se produzcan por conepto de ganancias de capital, intereses, rédios u otro concepto.	
Cuentas bancarias o de inversión Fiduciaria	1,582,313.59	La suma de las cuentas bancarias o de inversión	

Rendición Anticipada

La Redención anticipada es permitida en cualquier momento durante la vigencia de las Series de Notas. En caso de que el Emisor decida redimir anticipadamente las Series, así lo comunicará a los Tenedores Registrados, según las normas establecidas para la comunicación de Hechos de Importancia.

Proyecciones Financieras

Compañía Insular Americana realizó proyecciones financieras para un período de cinco años. En los cuales se estima que los ingresos procederán de la venta de los terrenos; las cancelaciones registran un 71.3% del total de los ingresos, el resto se deriva del abono de clientes representando un 28.7% del total de ingresos.

En cuanto a los costos de construcción, éstos están relacionados con infraestructura y desarrollo del proyecto de la Isla La Pinta, los cuales representan el 78.9% del total de las erogaciones. Por otro lado, los Costos directos e indirectos están conformados por los intereses sobre préstamos y emisiones, impuestos, gastos administrativos, salarios, publicidad y mercadeo e ingeniería y diseño, los cuales suman un 15.3% del total de gastos.

A lo largo de las proyecciones se presenta un flujo operativo positivo a excepción del año uno, debido al financiamiento final en la construcción y desarrollo del proyecto; los flujos positivos se derivan primordialmente de los ingresos por abonos y cancelaciones de clientes por compras inmobiliarias. Adicionalmente, se pueden apreciar las amortizaciones al pago de las emisiones y los préstamos bancarios, en donde a 2022 queda cancelado la totalidad del crédito. El flujo de caja proyectado refleja cómo el saldo acumulado de efectivo más utilidades a 2022 comprenden el pago total de las emisiones, percibiendo ingresos a lo largo del período de las series.

En línea con los supuestos descritos en los párrafos anteriores, Cía. Insular Americana proyecta la obtención de beneficios para los próximos cinco años. Aunado a ello es preciso mencionar que las utilidades retenidas según balance permiten observar un desempeño favorable pese las pérdidas en el ejercicio obtenidas en los últimos años.

FLUJO DE EFECTIVO (MILES DE BALBOAS)							
Ingresos	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Totales
CIA - Abonos de clientes	52.323	(16.689)	7.932	6.657	7.230	6.976	64.429
CIA - Cancelaciones	-	51.336	12.283	24.765	24.311	47.680	160.375
Grupo ORI - Otras Entradas	-	-	-	-	-	-	-
Total de Ingresos	52.323	34.647	20.215	31.422	31.541	54.656	224.804

Erogaciones	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Totales
CIA - Costos de Construcción	93.988	5.250	1.836	1.069	-	-	102.143
<i>Relleno de Isla 2</i>	<i>84.500</i>	<i>264</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>84.764</i>
<i>Infraestructura y Amenidades</i>	<i>2.315</i>	<i>2.205</i>	<i>1.306</i>	<i>399</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>6.225</i>
<i>Puente de conexión</i>	<i>7.081</i>	<i>202</i>	<i>280</i>	<i>420</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>7.983</i>
<i>Muro y estacionamiento</i>	<i>92</i>	<i>2.579</i>	<i>250</i>	<i>250</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>3.171</i>
CIA - Costos directos e indirectos	14.273	3.688	1.390	162	49	36	19.598
CIA - Impuestos	69	1.887	2.435	826	607	454	6.278
Total de Gastos	108.330	10.825	5.661	2.057	656	490	128.019
Flujo de caja operativo	(56.007)	23.822	14.554	29.365	30.885	54.166	96.785
							-
Caja Inicial	2.713	4.299	3.687	6.964	8.949	18.707	2.713
Flujo de caja operativo	(56.007)	23.822	14.554	29.365	30.885	54.166	96.785
							-
CIA - Retenciones de contratistas	1.442	91	159	(441)	-	-	1.251
CIA - Financiamiento (Incluye diferimiento)	79.125	1.499	-	-	-	-	80.624
CIA - Intereses y otras erogaciones financieras	(13.781)	(4.920)	(269)	(693)	-	-	(19.663)
CIA - Repago de deuda	(9.193)	(73.482)	2.051	-	-	-	(80.624)
CIA - Nueva estructura (deuda)	-	54.560	25.440	-	-	-	80.000
CIA - Nueva estructura (intereses)	-	(2.182)	(3.595)	(1.625)	(812)	-	(8.214)
CIA - Nueva estructura (repago)	-	-	(35.063)	(24.625)	(20.312)	-	(80.000)
Flujo Consolidado - CIA	4.299	3.687	6.964	8.945	18.710	72.873	72.872

Fuente: Cía. Insular Americana / Elaboración: PCR

INDICADORES DE COBERTURA						
(En miles B./)	2017 P	2018 P	2019 P	2020 P	2021 P	2022 P
EBIT	(41.665)	29.397	18.379	30.353	31.541	54.656
Amortización Capital	-	2.182	38.658	26.250	21.124	-
Gastos por Intereses	-	2.182	3.595	1.625	812	-
Deuda Neta	-	54.560	25.440	-	-	-
EBIT/Gastos Financieros	-	13,47	5,11	18,68	38,84	-
Cobertura de Servicio sobre la Deuda	-	1,93	0,43	1,09	1,44	-
Deuda Neta/EBIT	-	1,86	1,38	-	-	-

Fuente: Cía. Insular Americana / Elaboración: PCR

En la evaluación de los ingresos antes de intereses e impuestos sobre los gastos financieros, se presentan con una cobertura promedio de 12.7 veces durante el periodo de la Emisión, lo cual denota una amplia capacidad del emisor en el cumplimiento de sus obligaciones. Por su parte, la cobertura de servicio sobre la deuda contempla un promedio durante la vigencia de la Emisión de 0.8 veces, además se presentan excedentes del flujo de efectivo por lo que se estima que al tercer año de la restructuración de la deuda se cumple con el pago a capital establecido.

Resumen de Estados Financieros

Fecha	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	sep-17
BALANCE GENERAL (MILES DE BALBOAS)						
ACTIVO	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	sep-17
Efectivo	705	2,295	27,222	5,828	1,575	1,582
Cuentas por cobrar-partes relacionadas	6,264	24,712	1,874	1,876	3,451	4,545
Cuentas por cobrar	0	331	11	11	0	124
Anticipo a contratistas	0	0	0	26	14	96
Lotes	0	41,832	0	0	0	0
Construcciones en proceso	6,243	1,231	18,200	50,821	125,352	137,459
Gastos pagados por adelantado	0	104	103	264	263	263
Plusvalía	0	11,563	7,709	3,854	0	0
Equipo y mobiliario y enseres, neto	0	63	14	372	219	80
TOTAL ACTIVO	13,211	82,131	55,134	63,053	130,874	144,150
PASIVO						
Préstamos por pagar	0	23,309	0	0	0	0
Sobregiro bancario	0	0	0	398	0	263
Obligaciones bancarias	0	0	0	117	126	0
Cuentas por pagar	0	11,230	3,618	482	335	484
Cuentas por pagar retenciones a contratistas	0	0	1	1,413	3,718	1
Cuentas por pagar otras	57	6,440	0	0	0	3,149
Cuentas por pagar- partes relacionadas	0	5,616	0	0	0	0
Ingresos diferidos	0	2,114	0	0	0	103
Gastos e impuestos acumulados por pagar	0	0	26	191	30	0
Total pasivo corriente	57	48,709	3,646	2,601	4,209	3,999
Obligaciones bancarias	0	0	30,000	30,192	78,066	70,991
Cuentas por pagar	0	0	10,428	12,023	14,197	14,197
Cuentas por pagar entre partes relacionadas	0	0	1,857	628	2,795	0
Cuentas por pagar subordinada accionistas	0	10,000	6,486	10,000	10,000	10,000
Depósitos de clientes	12,088	22,924	1,841	6,783	20,926	43,866
Total pasivo no corriente	12,088	32,924	50,611	59,628	125,984	139,054
TOTAL PASIVO	12,145	81,634	54,257	62,229	130,193	143,054
PATRIMONIO						
Capital en acciones	10	10	10	10	10	10
Utilidades Retenidas	1,056	489	868	816	679	1,094
TOTAL PATRIMONIO	1,066	499	878	826	689	1,104
ESTADO DE RESULTADOS (MILES DE BALBOAS)						
INGRESOS	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	sep-17
Ingresos	0	0	0	0	0	0
Venta de terrenos	0	121,148	43,883	0	0	0
Intereses	856	5	8	266	72	55
Otros	0	0	1,124	0	0	0
Total Ingresos	856	121,153	45,015	266	72	55
Costos de construcción	0	121,752	41,569	0	0	0
Utilidad Bruta	856	(599)	3,447	266	72	55
Gastos Administrativos y generales	25	52	2,805	318	209	0
Utilidad antes de impuesto sobre la ren	831	(651)	642	(52)	(137)	55
Impuesto sobre la renta diferido	103	0	263	0	0	0
Utilidad (pérdida) neta	728	(651)	904	(52)	(137)	55

Fuente: Cía. Insular Americana / Elaboración: PCR