

## Ciudad Comercial, S.A.

Comité No. 89/2025

Informe con EEFF auditados al 31 de diciembre 2024

Fecha de comité: 02 de diciembre de 2025

Periodicidad de actualización: Anual

Sector Comercial / Guatemala

### Equipo de Análisis

Leslie Martínez

Álvaro Castro

Analista titular

Analista soporte

[lmartinez@ratingspcr.com](mailto:lmartinez@ratingspcr.com)

[acastro@ratingspcr.com](mailto:acastro@ratingspcr.com)

(502) 6635-2166

### HISTORIAL DE CALIFICACIONES

Fecha de información

dic-23

dic-24

Fecha de comité

29/04/2024

02/12/2025

Bonos Corporativos Vinculados a la Sostenibilidad BCVSCAYALA\$1

GT AA

Perspectiva

GT AA

Estable

Estable

### Significado de la calificación

**Calificación 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 una (GT) a la calificación para indicar que se refiere sólo a emisores/emisiones de carácter doméstico a efectuarse en el mercado guatemalteco. Estas categorizaciones podrán ser complementadas si correspondiese, mediante los signos (+/-) mejorando o desmejorando respectivamente la calificación alcanzada entre las categorías AA y B.

La calificación 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 del mismo; ni estabilidad de su precio y puede estar sujeta a actualización en cualquier momento. Asimismo, la presente calificación de riesgo es independiente y no ha sido influenciada por otras actividades de la Calificadora. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en la información pública disponible y en aquella que voluntariamente aportó el emisor, no siendo responsabilidad de PCR la verificación de autenticidad de la misma.

### Racionalidad

En Comité de Calificación de Riesgo, PCR decidió ratificar la calificación de **GTAA** a la emisión de Bonos Corporativos Vinculados a la Sostenibilidad de **Ciudad Comercial, S.A.** con perspectiva '**Estable**' con información al **31 de diciembre de 2024**.

La calificación se fundamenta en el aumento sostenido de los ingresos y adecuada administración de costos operativos y gastos que conllevan a una mejora en la generación de resultados<sup>1</sup> durante los últimos períodos anuales, así mismo, se considera positivo el fortalecimiento patrimonial debido al aumento en el capital pagado y retención de utilidades que contribuyen a mejorar los indicadores de solvencia. De igual forma, las coberturas adecuadas de las obligaciones derivadas por la emisión por parte de la entidad emisora y del Fideicomiso que figura como garantía. Finalmente, se considera el respaldo de Grupo Cayalá y la trayectoria de éste en el mercado guatemalteco.

### Perspectiva

Estable.

### Resumen Ejecutivo

**Estructura de emisión que garantiza el pago de los intereses y la amortización de los bonos.** Ciudad Comercial, S.A. llevó a cabo su primera Oferta Pública bursátil de Bonos Corporativos Vinculados a la Sostenibilidad, por un monto máximo de US\$50,000,000.00. La emisión está garantizada por un Fideicomiso Irrevocable de Garantía, Administración y Pago, donde los Fideicomitentes son Ciudad Comercial, S.A. y Sistemas Electrónicos de Contabilidad, S.A. y el Fiduciario es Financiera Industrial, S.A. En el cual Sistemas Electrónicos de Contabilidad, S.A. aportó el inmueble "Cardales de Cayalá", y Ciudad Comercial, S.A. aportó las construcciones y edificaciones que ha desarrollado sobre el bien inmueble, así como aporta mensualmente los flujos consistentes de las rentas, cuotas de mantenimiento, parqueos y cualquier otro ingreso derivado de la explotación comercial de Cardales de Cayalá suficientes para poder garantizar el pago de las obligaciones derivadas de la presente emisión. Adicional, el emisor constituyó un fondo de reserva en el que se depositó la cantidad correspondiente a un semestre completo de intereses correspondientes a los valores en circulación.

<sup>1</sup> Se refiere a la utilidad neta sin cambios en el valor razonable de los activos.

**Emisión respaldada por garantías y covenants.** El emisor se obliga a mantener en todo momento, mientras dure la Emisión bajo Programa, un ratio de cobertura del valor de los flujos anualizados aportados al Fideicomiso Irrevocable de Garantía, Administración y Pago, de un mínimo de doce por ciento (12%) sobre el valor nominal de los Bonos Corporativos en circulación. La cobertura de los flujos aportados al fideicomiso, sobre el gasto financiero de la emisión, es superior a 1.20 veces en los 10 años proyectados alcanzando 1.80 veces en el escenario más bajo y en 11.24 veces en el mayor escenario de cobertura; lo que evidencia que, de materializarse las proyecciones, los flujos serán suficientes para cubrir los costos asociados a la emisión.

**Niveles estables de soporte patrimonial.** Tras la fusión en 2022, la posición patrimonial de Ciudad Comercial, S.A. ha sido beneficiada en el fortalecimiento del patrimonio gracias a la revaluación en las propiedades de inversión. Los activos de la compañía son financiados principalmente a través del pasivo, manteniendo también una sana posición del patrimonio como fuente de recursos. El nivel del apalancamiento patrimonial de la empresa es apropiado de acuerdo con su giro de negocio, dado que las propiedades de inversión no representan un riesgo significativo de pérdidas que deban ser absorbidas por el patrimonio. Por lo tanto, el patrimonio es adecuado para afrontar condiciones adversas en la economía.

**Generación Adecuada de margen de beneficio operativo.** Ciudad Comercial, S.A. muestra un aumento en los ingresos por servicios de arrendamiento, mantenimiento y parques de sus plazas comerciales. La estructura de resultados de la compañía puede caracterizarse por una adecuada eficiencia en el control de gastos operativos y administrativos, alineados al crecimiento de las operaciones, manteniendo una constante generación de resultados operativos. La compañía refleja una adecuada generación de margen de beneficios operativos en sus operaciones principales, por lo que se espera que la gestión de control de gastos administrativos y costos permitan la constante generación de utilidades.

**Trayectoria importante en el mercado guatemalteco.** Ciudad Comercial, S.A. forma parte del Grupo Cayalá, un grupo de desarrollo inmobiliario con una trayectoria de más de 100 años en Guatemala. Cayalá es un proyecto inmobiliario del más alto nivel, innovador, con una ubicación privilegiada y planificada cuidadosamente por un equipo de arquitectos reconocidos. Las operaciones del grupo datan de 1913 con la compra del primer terreno de Cayalá, rodeado de una gran riqueza natural. En la década de 1980 se desarrollan distintos proyectos inmobiliarios, construyendo condominios con diferentes opciones de vivienda. En el año 2003, se desarrolla el plan maestro de Ciudad Cayalá con una gama de proyectos inmobiliarios residenciales, zonas comerciales de gran prestigio y centros de negocios que a la fecha continúan en desarrollo.

## Factores Clave

---

### Factores que podrían mejorar la calificación:

- Crecimiento continuo de los ingresos totales y administración eficaz de los gastos, que provoque un aumento en resultados netos (sin considerar cambios en el valor razonable) y en los indicadores de rentabilidad.
- Consistente mejora de los indicadores de solvencia patrimonial
- Mejora sostenida en los indicadores de cobertura de servicio de deuda de la emisión, garantizado por los flujos administrados por el fideicomiso en garantía.

### Factores que podrían desmejorar la calificación:

- Desmejora sostenida en la estructura de gastos y eficiencia operativa que ocasione una reducción en la rentabilidad.
- Reducción significativa en los ingresos por arrendamiento en Cardales de Cayalá, lo que representaría un riesgo de disminución de la cobertura de los costos asociados a la emisión.
- Incremento sostenido en el nivel de endeudamiento que comprometa la solvencia patrimonial.

## Limitaciones a la Calificación

---

**Limitaciones encontradas:** no se encontró limitación alguna en la información remitida.

**Limitaciones potenciales (riesgos previsibles):** existe el riesgo de no trasladar efectivamente el alza de costos de productos y materias primas derivadas de la inflación y los conflictos geopolíticos mundiales que reduzcan los márgenes de resultados y la estructura de gastos. Así mismo, se considera que, en períodos de baja actividad económica en el país, los ingresos puedan verse afectados tras una menor afluencia y demanda de locales comerciales.

## Metodologías utilizadas

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 (PCR-GT-MET-P-012) con fecha 05 de agosto de 2022.

## Información utilizada para la calificación

---

PCR usó los estados financieros auditados de 2020 a 2024. Adicionalmente, se usó información complementaria provista directamente por la entidad calificada, referentes a la emisión calificada. Los estados financieros siguen los principios contables aplicables a las Normas Internacionales de Información Financiera.

## **Panorama Internacional**

El crecimiento económico global ha mostrado señales de estabilización, con una tasa de expansión del 2.7% en 2023 y 2024, impulsada por políticas monetarias más flexibles que han favorecido la actividad económica y ayudado a controlar la inflación. Aunque este crecimiento es positivo, sigue siendo insuficiente para compensar los impactos negativos de diversos eventos ocurridos desde el inicio de la década.

Las proyecciones del Banco Mundial indican que el crecimiento económico global se mantendrá en 2.7% en 2025 y 2026. Las economías emergentes continuarán con un crecimiento cercano al 4%, aunque esta cifra es inferior a los niveles previos a la pandemia. Este panorama representa un desafío importante para los países emergentes, especialmente en lo que respecta a la reducción de la pobreza y el desarrollo sostenible.

El cambio de gobierno en Estados Unidos a principios de 2025 ha generado un giro en la política comercial del país, con amenazas e implementación de aranceles sobre las economías vecinas, China y otras naciones emergentes. Esta nueva estrategia comercial podría distorsionar los mercados globales y afectar negativamente a las economías emergentes, que enfrentarán mayores dificultades en sus flujos comerciales y cadenas de suministro.

Otro elemento fundamental es la crisis migratoria, exacerbada por el endurecimiento de regímenes autoritarios en distintas regiones del mundo. En este contexto, Estados Unidos ha adoptado una política de deportaciones masivas, lo que no solo ejerce presión sobre su sistema migratorio, sino que también tiene implicaciones socioeconómicas y geopolíticas para los países emisores y receptores de migrantes. Esta situación podría traducirse en una disminución de las remesas enviadas a economías que dependen de estos ingresos.

En cuanto a las tasas de interés, en 2024 la Reserva Federal de EE. UU. realizó tres recortes, reduciéndolas del 5.25% al 4.25%, como respuesta a la moderación de la inflación y la estabilidad económica. Se espera que en 2025 se realicen dos recortes adicionales, según la última reunión de la FED en diciembre de 2024, lo que dependerá de la evolución económica y los efectos de la política comercial y monetaria del país.

En América Latina, el crecimiento económico fue del 2.2% en 2024, afectado por la disminución del consumo y la desaceleración de la demanda de China, lo que impactó en las exportaciones. Para 2025, se espera que Latinoamérica y el Caribe alcancen una tasa de crecimiento del 2.5%, favorecida por tasas de interés en descenso y precios de productos básicos más atractivos. Según el Banco Mundial, el crecimiento en Centroamérica será de alrededor del 3.5%, impulsado por el flujo de remesas y el consumo interno.

## **Contexto Económico**

Guatemala presenta expectativas positivas de crecimiento y estabilidad para 2025, respaldadas por políticas económicas prudentes que favorecen la acumulación de reservas externas. Sin embargo, el Gobierno enfrenta el desafío estructural de equilibrar la atención a necesidades sociales con el control del déficit fiscal y la deuda pública. Adicionalmente, el proteccionismo comercial y las políticas migratorias de Estados Unidos representan riesgos para la economía.

Según el Banco Mundial, el país crecerá un 3.5% en 2025, impulsado por el crédito y las remesas, aunque limitado por una reducción en las exportaciones. Este crecimiento, similar al registrado en 2024 (entre 3.5% y 3.7%), dependerá del dinamismo del sector privado y el consumo. Se espera que la expansión de la economía estadounidense continúe beneficiando a Guatemala mediante mayores remesas y exportaciones, además de una posible consolidación del *nearshoring*. No obstante, políticas migratorias más restrictivas en EE. UU. y el aumento del proteccionismo comercial podrían afectar negativamente estos factores.

El balance de cuenta corriente podría mantener su superávit entre 2025 y 2026, luego de cerrar con un excedente cercano al 2.5% del PIB en 2024, inferior al 3.1% de 2023. Aunque los déficits en las balanzas comerciales y de servicios han aumentado, estos se han compensado con mayores flujos de remesas. En cuanto a las finanzas públicas, el déficit fiscal se ha reducido a aproximadamente 1% del PIB desde el 1.3% registrado en 2023. Los ingresos fiscales han promediado un 12.4% del PIB en los últimos años, lo que sugiere una estabilización de los ingresos tributarios.

El presupuesto gubernamental para 2025 proyecta un crecimiento del 12.3% en ingresos, alineado con la expansión del PIB. También se prevé un aumento en el gasto público de 2 puntos porcentuales, alcanzando el 15.4% del PIB, principalmente enfocado en inversión social y capital. En 2024, el Gobierno recurrió a endeudamiento interno y a una emisión de eurobonos mayor de lo habitual. En 2025, se espera que la emisión de deuda alcance USD 3,200 millones, duplicando la cifra del presupuesto previo. A pesar de este incremento, la deuda pública se mantendría en niveles moderados del 25% del PIB.

Por otro lado, se estima que la inflación permanecerá por debajo del objetivo oficial de 4% ±1 pp. En 2024, el Banco de Guatemala redujo su tasa de interés en 50 puntos básicos hasta 4.5%, en línea con la tasa de los fondos federales de EE. UU., que parece ser su referente.

La administración de Bernardo Arévalo ha avanzado en reformas y en la aprobación del presupuesto 2025, aunque la fragmentación legislativa dificulta la implementación de nuevas leyes. Guatemala enfrenta retos en transparencia y lucha

contra la corrupción, ocupando la posición 146 de 180 en el índice de percepción de corrupción de *Transparency International*.

## Análisis de la Institución

---

### Reseña

Ciudad Comercial, S.A. forma parte del Grupo Cayalá, un grupo de desarrollo inmobiliario con una trayectoria de más de 100 años en Guatemala. Originalmente como Administradora Comercial Paseo Fase I, S.A. fue constituida el 11 de septiembre de 2007 como sociedad anónima, bajo las leyes de la República de Guatemala por un plazo indefinido.

Su actividad principal consiste en la construcción, urbanización y arrendamiento de áreas comerciales. A finales del 2022, absorbió a cinco entidades hermanas, partes del mismo grupo. Esta se encuentra controlada por Paseo Comercial Development, Inc. (99.0%) y de Paseo Ventures Corp. el (1.0%), que a su vez es controlada por Malvern Holdings International, Inc.; una entidad panameña, que posee el 100% de participación accionaria de esta que tiene el 99 %.

En Asamblea General Extraordinaria Totalitaria de Accionistas, se suscribió el Acta No. 8-2022 con fecha 19 de octubre de 2022, mediante la cual se autoriza que Ciudad Comercial, S.A. absorba de carácter totalitario a Desarrolladora Rochelle, S.A., Desarrolladora Solingen, S.A., Urbanizadora Paseo, S.A. y Urbanizadora Cayalá, S.A. (partes relacionadas), de tal forma que extinguieron su personalidad jurídica, por lo que sus bienes y derechos fueron transferidos al patrimonio de Ciudad Comercial, S.A., quien aceptó y asumió en su totalidad todas las obligaciones que a su fecha existían a cargo de la sociedad absorbida.

### Segmentación del metraje comercial y ocupación

El metraje total de Grupo Cayalá para el año 2024 es de 268,677.76 m<sup>2</sup> aumentado en un 1.68 % en comparación con el año anterior (264,249.06 m<sup>2</sup>, lo que equivale a 4,429 metros cuadrados en términos generales, con crecimiento principalmente en el área de comercio (+19.41%) y proyectos externos (+19.28%). Los centros comerciales que integran el grupo poseen un metraje total de 191,245 m<sup>2</sup>, evidenciando un nivel de ocupación estable, el cual para el año 2024 es de 94% incrementando 3.00% en comparación con el año anterior, pese a la reducción en oficinas (-4.03%), apartamentos (-6.00%) y bodegas (-6.00%).

Este comportamiento muestra estabilidad en cuanto a las rentas esperadas por Cardales de Cayalá el cual mantuvo su nivel de ocupación en 99% del 2023 al 2024, y cuyos ingresos derivados de la explotación comercial, fondearán el fideicomiso como garantía del pago de las obligaciones derivadas de la emisión.

## Gobierno Corporativo y RSE

---

### Responsabilidad Social Empresarial

PCR realizó un análisis acerca de las prácticas de Responsabilidad Social Empresarial de Ciudad Comercial, S.A., en este sentido, el grupo ha desarrollado una Política RSE que establece un marco de referencia para garantizar un comportamiento responsable con los principales grupos de interés.

El fortalecimiento de la RSE de Ciudad Comercial Developments, Inc., pasa por cuatro grandes ámbitos de acción que afectan transversalmente a distintas divisiones del grupo, siendo estas el gobierno corporativo para desarrollar un negocio sostenible, ético y transparente, capital humano, acción social y compromiso con el medio ambiente.

Ciudad Comercial, S.A. está llevando a cabo su primera Oferta Pública bursátil de Bonos Corporativos Vinculados a la Sostenibilidad. La particularidad de esta etiqueta radica en su vinculación a determinadas metas específicas en materia de sostenibilidad como contribuir a la disminución de residuos industriales y comerciales generados en la construcción y operación de edificaciones.

El objetivo es contribuir desde el sector comercial a disminuir las toneladas de residuos que llegan al vertedero municipal, impulsando la recolección y clasificación de los residuos generados en sus instalaciones, separándolos por materiales reciclables, orgánicos y co-procesables para su reutilización o envío a un adecuado tratamiento.

Alineados al programa de responsabilidad ambiental y social "Cayalá Eco-Social", que vela por el desarrollo de proyectos sostenibles, liderando iniciativas como el Programa de Manejo de Residuos Sólidos, el Reúso de Aguas Tratadas, Reforestación, Elaboración de Combustible Alternativo y Reproducción, entre otras.

Para el año 2024 la planta de manejo de residuos tenía un KPI de clasificación del 73% de los desechos recolectados. A mayo 2025, la planta de manejo de residuos llevaba un acumulado de recolección de 6,848.53 libras de desechos, de los cuales se han clasificado 4,495.91 libras (66%), con una meta de clasificación del 80% de los desechos para el año 2030.

### Gobierno Corporativo

PCR realizó un análisis acerca de las prácticas de Gobierno Corporativo de Grupo Cayalá, encontrando los objetivos empresariales de Grupo Cayalá y su estrategia de gestión del capital humano se encuentran alineados para organizar el crecimiento sostenido del negocio, de la mano con el desarrollo profesional de sus empleados y el progreso de la sociedad.

### Grupo Económico

Ciudad Comercial, S.A. forma parte del Grupo Cayalá, un grupo de desarrollo inmobiliario con una trayectoria de más de 100 años en Guatemala. Es un proyecto inmobiliario catalogado de nivel alto, innovador, con una ubicación privilegiada y planificada por el arquitecto y urbanista León Krier, considerado como el padre del neo urbanismo.

Las operaciones del grupo datan de 1913 con la compra del primer terreno de Cayalá, rodeado de una gran riqueza natural. En 1983, nace el primer proyecto inmobiliario Jacarandas de Cayalá. Desde entonces hasta la actualidad, han creado una serie de proyectos de insignia en la Ciudad de Guatemala. Cayalá es un grupo inmobiliario que cuenta con más de 40 proyectos y un área total superior a los 751,500 metros cuadrados construidos y en proceso de construcción. Es la primera ciudad en la región que administra más de 268,677 metros cuadrados de locales comerciales, *stand alone*, quioscos, bodegas, oficinas y apartamentos en renta.

### Operaciones y Estrategias

PCR considera que la estructura de Ciudad Comercial, S.A. permite mantener una posición sólida en el mercado inmobiliario, con activos diversificados y de demanda alta que respaldan tanto la estabilidad operativa como el crecimiento proyectado.

Ciudad Comercial, S.A. forma parte del Grupo Cayalá, reconocido por el desarrollo de comunidades integrales basadas en entornos sostenibles, innovadores y orientados a la recreación. En este contexto, Ciudad Comercial representa la unidad estratégica encargada de la gestión y operación del componente comercial dentro de Ciudad Cayalá; por lo cual administra un portafolio estratégico de propiedades de inversión compuesto por bienes inmuebles destinados a la generación sostenible de ingresos mediante contratos de arrendamiento. Esta estrategia busca maximizar el valor a largo plazo de los activos, alineando la operación inmobiliaria con los objetivos financieros y de crecimiento de la compañía.

Las propiedades se reconocen contablemente a su valor razonable, determinado a partir de avalúos realizados por valuadores certificados independientes, conforme a estándares internacionales. Este valor representa el monto estimado que podría obtenerse en una transacción ordenada entre partes informadas, sin presiones externas, en una fecha específica.

### **Actividad Principal**

La empresa se especializa en la administración, operación y desarrollo de espacios comerciales, alineados con la visión urbana del Grupo Cayalá. Su enfoque estratégico está orientado a ofrecer experiencias comerciales diferenciadas, integradas al entorno urbano y al estilo de vida de la comunidad.

### **Acreditaciones**

La agencia opina que las acreditaciones del emisor reflejan su compromiso con la excelencia en diversas áreas clave del desarrollo urbano. De estos reconocimientos, siete corresponden al diseño urbanístico, dos a la gestión del talento humano, dos al diseño y gestión ambiental, dos a la oferta de amenidades y turismo, y uno a la administración de proyectos. Estos logros consolidan la posición del grupo como referente en la creación de comunidades integrales, sostenibles e innovadoras.

Adicionalmente, desde el año 2017, Grupo Cayalá cuenta con la certificación de *Great Place to Work*, lo que reafirma su enfoque estratégico en la construcción de una cultura organizacional sólida y orientada al bienestar de sus colaboradores.

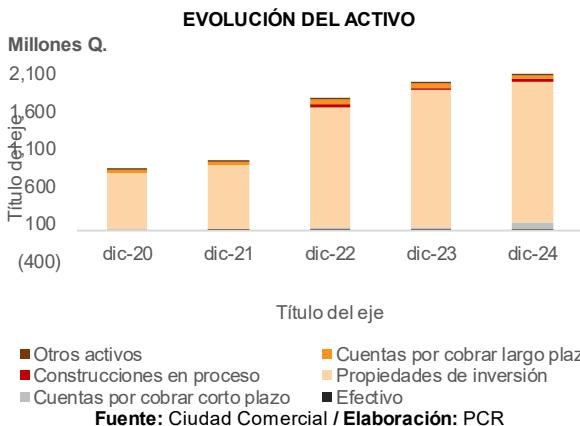
### **Calidad de Activos y Propiedades de Inversión**

PCR opina que, el crecimiento del activo tras la fusión refleja una posición financiera fortalecida. Este aumento se sustenta en la revalorización de propiedades de inversión, acorde al giro del negocio. Se proyecta que esta base sólida impulse ingresos sostenibles en el mediano plazo.

Es importante señalar que la información correspondiente a diciembre de 2023 y 2024 refleja los resultados de Ciudad Comercial, S.A., posteriores a su fusión con las sociedades relacionadas. Al cierre de diciembre de 2024, el activo total de la entidad asciende a GTQ 2,091.80 millones, lo que representa un incremento del 37.76 % respecto al promedio de los últimos cinco años. Este crecimiento se concentra principalmente en tres rubros: propiedades de inversión, que representan el 90.12 % del total del activo; cuentas por cobrar a compañías relacionadas, con un 3.71 %; y, en menor medida, construcciones en proceso, con un 1.61 %.

El aumento se explica, en su mayoría, por el crecimiento del activo corriente (+1.50 veces en comparación al año anterior), impulsado principalmente por las cuentas por cobrar a compañías relacionadas que totalizan GTQ. 77.62 millones (+6.90 veces) de los cuales GTQ.75.00 corresponden a contrapartida de pago por cuenta ajena con una de sus relacionadas en concepto de préstamo bancario, monto que fue liquidado en enero 2025 según informe auditado.

Los principales activos de Ciudad Comercial, S.A. están conformados por las propiedades de inversión y las construcciones en proceso, lo cual responde a su giro principal de negocio: la construcción y administración de bienes inmuebles. Esta composición del activo ha sido una constante a lo largo del tiempo y se ha mantenido de forma consistente en las cinco sociedades individuales que precedieron a la fusión.

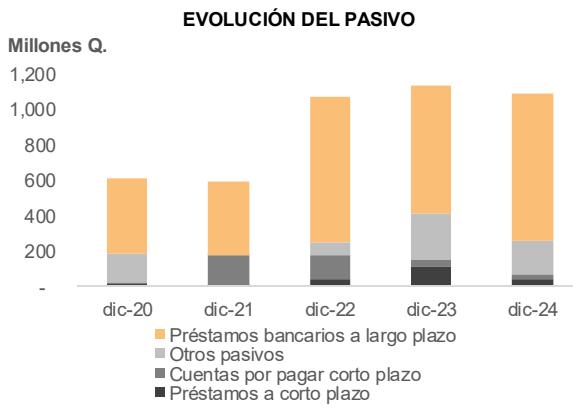


### **Evolución del Pasivo**

PCR considera que, el aumento del pasivo refleja una mayor dependencia del financiamiento bancario tras la fusión. Este crecimiento se explica por la absorción de obligaciones de las compañías integradas y el fortalecimiento del endeudamiento a largo plazo. Se proyecta que, si bien esta estructura puede sostener el crecimiento, también expone a riesgos ante cambios en las condiciones crediticias.

Al 31 de diciembre de 2024, el pasivo de Ciudad Comercial, S. A. asciende a GTQ 1,083.04 millones, tras una disminución de 4.03% debido principalmente a las cuentas por cobrar a compañías relacionadas que disminuyeron GTQ. 7.21 millones en el corto plazo y GTQ. 72.91 en el largo plazo; así mismo, los préstamos bancarios disminuyen en el corto plazo (GTQ. 78.78 millones) y aumentan en el largo plazo (GTQ.106.22 millones) por lo que finalmente se observa aumento en préstamos de GTQ. 27.44 millones.

A la fecha de análisis, el pasivo de la compañía está compuesto principalmente por préstamos bancarios a largo plazo (76.47 %), cuentas por pagar a compañías relacionadas (9.72 %), impuesto sobre la renta diferido por pagar (7.93 %) y, en menor medida, otras cuentas que representan el 5.89 %, cada una con un peso inferior al 3.5 %. Esta distribución es acorde a los objetivos de la entidad siendo los más representativos las principales fuentes de financiamiento para la construcción e inversión en propiedades, así como por las cuentas por pagar a compañías relacionadas bajo una administración común.



### **Liquidez**

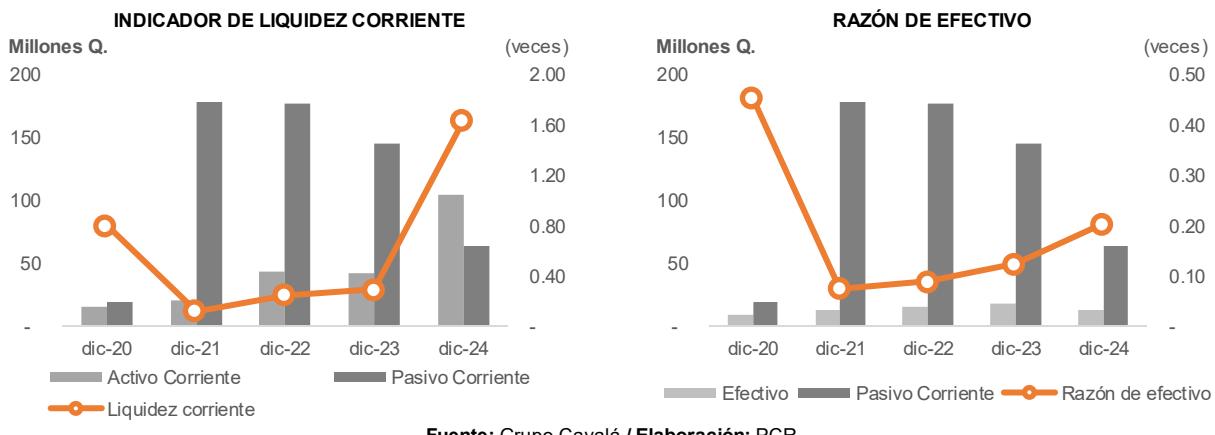
La calificadora considera que, Ciudad Comercial, S.A. mantiene una posición financiera razonablemente sólida, aunque con liquidez baja debido a la estrategia de tesorería que la entidad maneja, la cual consiste en trasladar el excedente de liquidez a una sociedad relacionada, los cuales pueden pedirse de vuelta en cualquier momento, sin ningún tipo de restricción; mientras tanto, la otra entidad resguarda los fondos recibidos y maximiza su rentabilidad.

La liquidez corriente se ve influida por cuentas por cobrar y pagar entre relacionadas sin vencimiento ni interés, mientras que la razón de activo sobre pasivo (1.93) respalda su capacidad de cumplir obligaciones a largo plazo. Se espera que la compañía mantenga niveles adecuados de solvencia, siempre que gestione eficientemente sus activos no corrientes y relaciones entre compañías.

Al 31 de diciembre de 2024, el activo corriente de Ciudad Comercial, S.A. asciende a GTQ 104.14 millones, lo que representa un incremento interanual de GTQ.62.56 millones (+1.50 veces). Por su parte, el pasivo corriente de la

compañía totaliza GTQ.63.77 millones, reflejando una disminución de GTQ.80.91 millones (-55.99 %). Por lo anterior, el indicador de liquidez corriente de se sitúa en 1.63 veces al considerar las empresas relacionadas y en 0.42 veces sin incluirlas. En comparación con su promedio histórico, este indicador se encuentra 1.65 veces por encima cuando se incluyen las relacionadas, y 35.05 % por debajo al excluirlas. El aumento en el indicador se atribuye principalmente al incremento del activo corriente en 2024, especialmente en las cuentas por cobrar a compañías relacionadas.

La razón de efectivo muestra un comportamiento similar respecto a su promedio, ubicándose en 0.20 veces, frente a un promedio de 0.19 veces, mostrando una mejora interanual de 1.65 veces. Este indicador se mantiene estable en relación con la evaluación promedio.

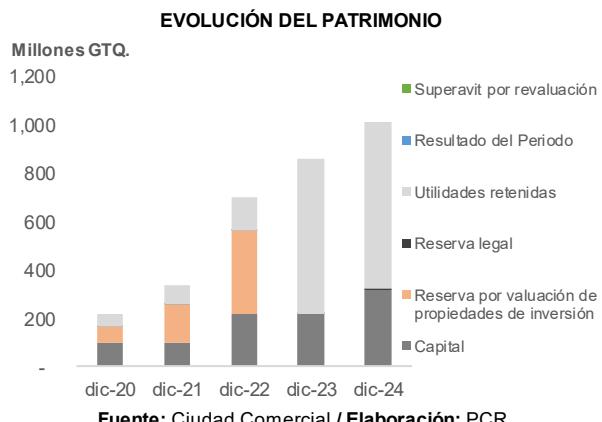


Fuente: Grupo Cayalá / Elaboración: PCR

### Evolución del Patrimonio

Al cierre de diciembre de 2024, el patrimonio de Ciudad Comercial, S.A. asciende a GTQ 1,008.76 millones, reflejando un incremento interanual de GTQ151.28 millones (+17.64%) en comparación con diciembre de 2023. Este aumento en el patrimonio neto se debe principalmente al contrato por capitalización de deuda con el accionista Paseo Comercial Developments, Inc. por GTQ.100.38 millones, sin embargo, también se ve apoyado por la acumulación de utilidades retenidas que totalizan GTQ. 668.74 millones aumentando 7.73% interanualmente. Es de mencionar que informe auditado indica que este monto incluye las utilidades retenidas por valuación de propiedades de inversión, que a cierre 2024 fue de GTQ.568.66 millones.

Finalmente, a lo largo del período analizado, el patrimonio de la entidad ha mostrado una tendencia de crecimiento sostenido, impulsado principalmente por las utilidades retenidas y las revaluaciones y actualmente por la capitalización de deuda de accionista.



Fuente: Ciudad Comercial / Elaboración: PCR

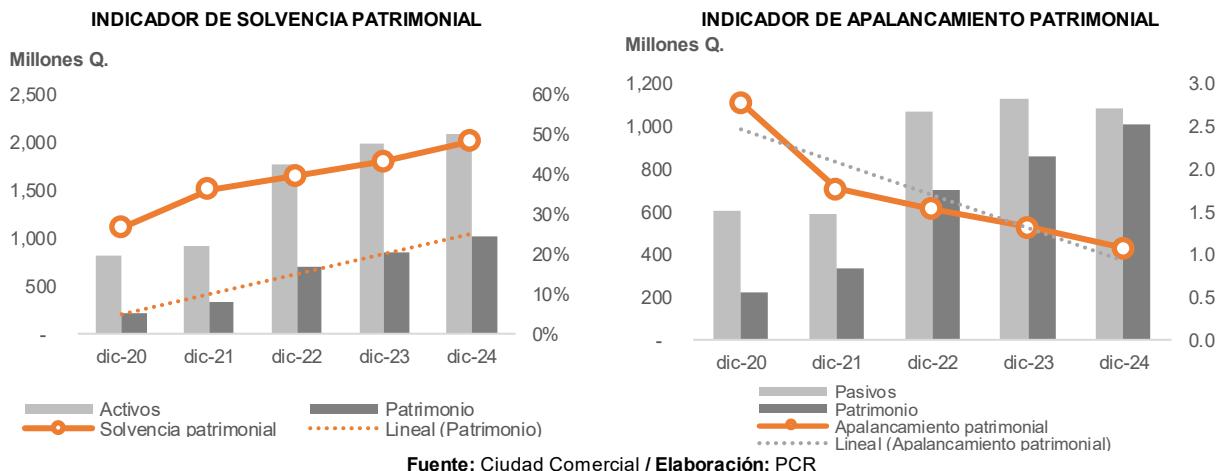
### Capitalización y Apalancamiento

PCR opina que, Ciudad Comercial, S.A. mantiene una posición financiera sólida, con capacidad adecuada para cumplir sus obligaciones. Esto se sustenta en el crecimiento sostenido de sus ingresos operativos, el control de costos y una mejora en sus indicadores de endeudamiento. La cobertura de gastos financieros refleja eficiencia en la generación de flujos operativos. Se proyecta una estabilidad financiera favorable, siempre que se mantenga una gestión prudente del endeudamiento y el desempeño operativo.

El indicador de solvencia patrimonial<sup>2</sup> se sitúa en 48.22%, lo que representa un incremento del 24.47 % respecto al promedio del período evaluado. Esta evolución refleja una tendencia de crecimiento constante y sostenido, impulsada por un aumento promedio mayor del patrimonio (+61.72 %) en comparación con el activo (+37.76 %) durante los últimos cinco períodos. Este crecimiento ha sido favorecido principalmente por la revaluación de propiedades y las utilidades generadas anualmente.

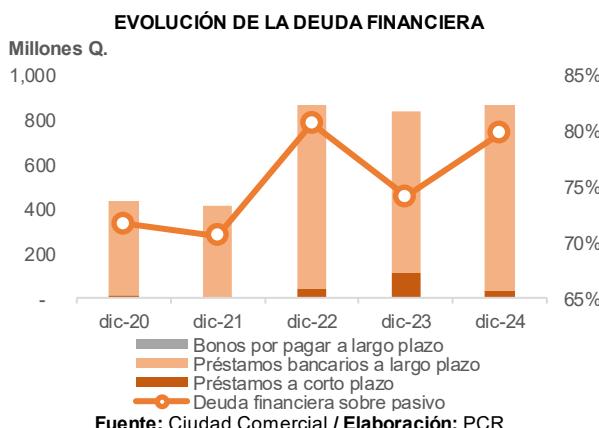
La fusión ha fortalecido el patrimonio de la compañía, gracias a la revaluación de las propiedades de inversión, lo que fortalece su capacidad para financiar sus activos con recursos propios.

Por su parte, el indicador de apalancamiento patrimonial<sup>3</sup> se ubica en 1.07 veces, lo que representa una disminución del 36.45 % respecto al promedio, y una mejora frente al valor registrado en diciembre de 2023 (1.32 veces). Esta reducción sugiere una tendencia descendente en el nivel de endeudamiento en relación con el patrimonio, atribuible a los efectos positivos de la gestión de fondeo.



Los activos de la compañía se financian en un 51.78 % mediante pasivos, manteniendo a su vez una sólida posición patrimonial, que representa el 48.22 % como fuente de recursos. El nivel de apalancamiento patrimonial es adecuado para el giro del negocio, ya que las propiedades de inversión no implican un riesgo significativo de pérdidas que deban ser absorbidas por el patrimonio. En consecuencia, este último se considera suficiente para enfrentar eventuales condiciones adversas en la economía.

La deuda financiera de Ciudad Comercial, S.A. asciende a GTQ 863.28 millones, lo que representa un incremento del 14.71% a largo plazo y reducción del 69.19% en el corto plazo. A la fecha del análisis, el 95.94 % de la deuda financiera corresponde a obligaciones de largo plazo, mientras que la porción de corto plazo es marginal.



El EBITDA<sup>4</sup> de Ciudad Comercial, S.A. registra un total de GTQ.100.83 millones, lo que representa un incremento promedio del 61.62%, impulsado por mayores ingresos operativos provenientes de arrendamientos, mantenimiento de locales comerciales, otros servicios e ingresos. Este crecimiento también se ve respaldado por un control adecuado de los costos y gastos.

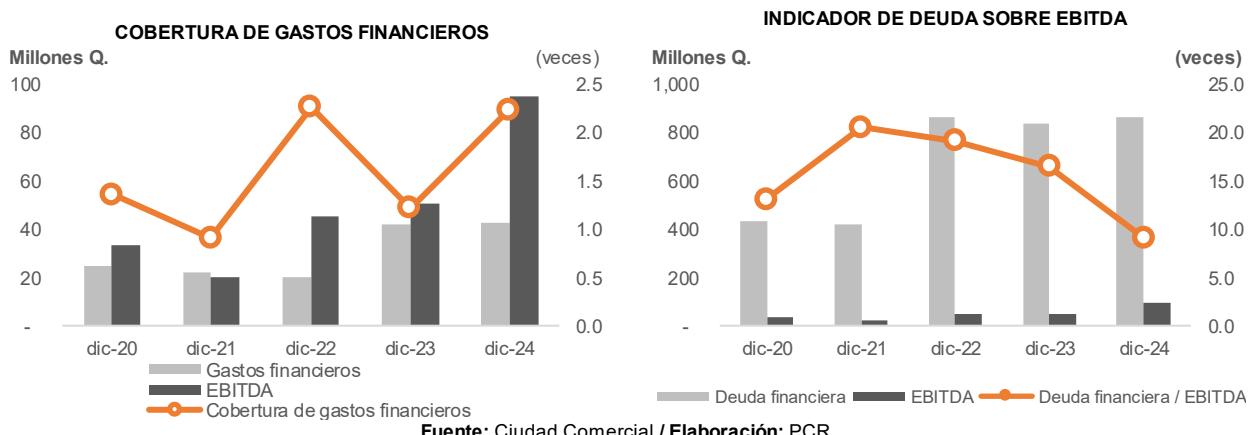
<sup>2</sup> Indicador de solvencia patrimonial = patrimonio / activos

<sup>3</sup> Indicador de apalancamiento patrimonial = pasivos / patrimonio

<sup>4</sup> Utilidad bruta – gastos de administración – gastos de ventas

Como resultado de lo anterior, se observa una cobertura del EBITDA sobre los gastos financieros de 2.37 veces, lo que refleja la capacidad de la compañía para cumplir con sus obligaciones financieras mediante los flujos generados por su operación, manteniéndose en niveles similares a los registrados en los dos últimos cierres anuales.

El indicador de deuda sobre EBITDA se sitúa en 8.56 veces, reflejando una mejora del 2.70% respecto periodo anterior, gracias a la disminución de préstamos a corto plazo. Ciudad Comercial, S.A. mantiene un nivel de endeudamiento moderado tras la fusión, con deuda financiera como principal fuente de financiamiento. Los créditos vigentes tienen plazos de hasta 18 años. La compañía presenta adecuada cobertura de gastos financieros. Esto evidencia su capacidad para cancelar obligaciones en ciclos operativos razonables.

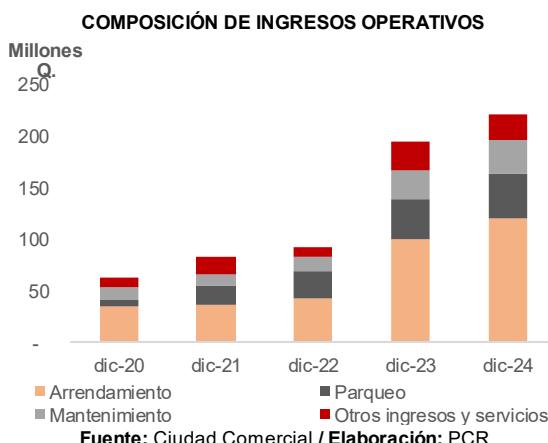


## Resultados financieros

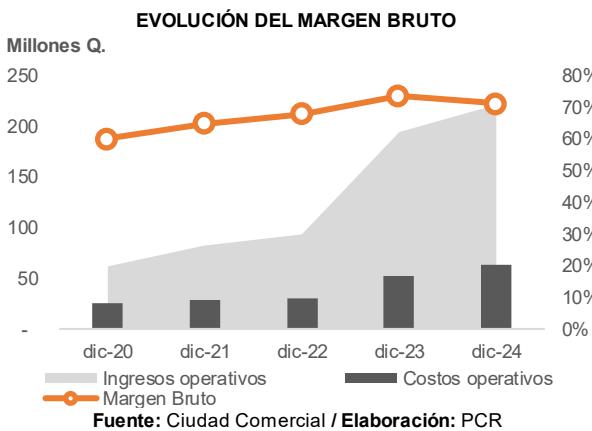
Según lo evaluado por PCR, Ciudad Comercial, S.A. mantiene una posición operativa sólida, respaldada por el crecimiento sostenido de sus ingresos y márgenes. Este desempeño se fundamenta en una estructura de ingresos diversificada, contratos estables de arrendamiento y una eficiente gestión de costos y gastos. La utilidad operativa ha crecido significativamente, reflejando la capacidad de generar valor sin depender de revaluaciones. Se proyecta una continuidad en la solidez operativa, aunque será clave monitorear el crecimiento de los gastos administrativos para preservar la rentabilidad.

Los ingresos por servicios de Ciudad Comercial, S.A. ascienden a GTQ 220.65 millones, con un incremento promedio del 69.69% en los últimos cinco años. Este crecimiento ha sido sostenido y constante en sus cuatro segmentos de ingresos, impulsado por una mayor afluencia y ocupación en las fases concluidas de los proyectos de Grupo Cayalá. La composición de los ingresos se distribuye en arrendamientos (54.21 %), cobros por parqueo (19.24 %), mantenimiento (14.71 %) y otros servicios (11.84 %).

Los ingresos por arrendamientos están respaldados por contratos renovables automáticamente, algunos con cláusulas de incremento anual o rentas mínimas, lo que garantiza estabilidad y protección ante la inflación. La administración evalúa mensualmente la cartera para monitorear la morosidad y ocupación, con el fin de mantener una alta retención de clientes. En caso de cancelaciones, existe una lista de espera para ocupar los espacios disponibles, lo que reduce el riesgo de pérdidas por desocupación.

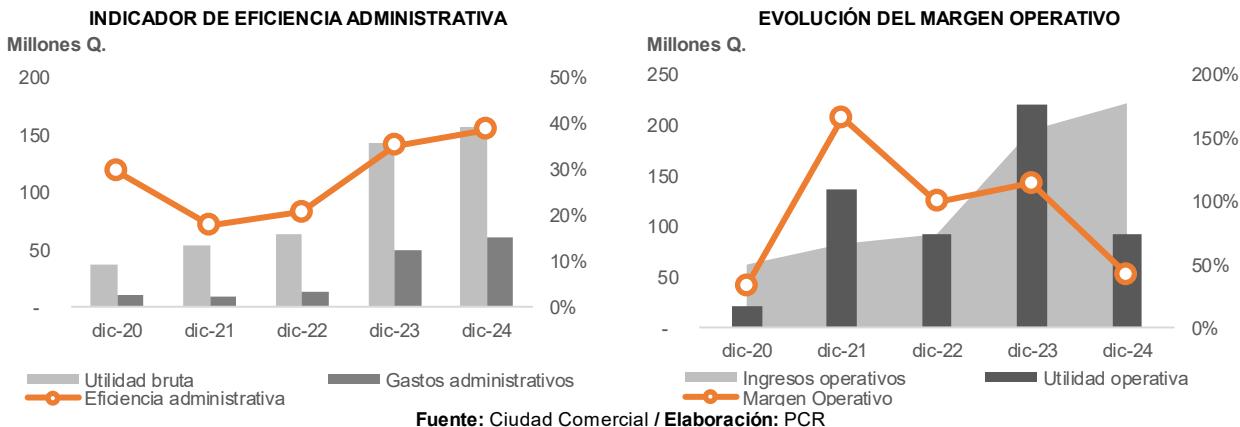


A la fecha de análisis, los costos por servicios reflejan un crecimiento acorde con el modelo de negocio, vinculado a mantenimiento, arrendamiento, limpieza, parqueo y seguridad. Estos costos se han mantenido estables históricamente, permitiendo conservar un margen bruto constante. La compañía ha demostrado capacidad para trasladar eficientemente estos costos a los arrendatarios. Esto contribuye a mantener resultados operativos sólidos, incluso ante variaciones en la demanda.



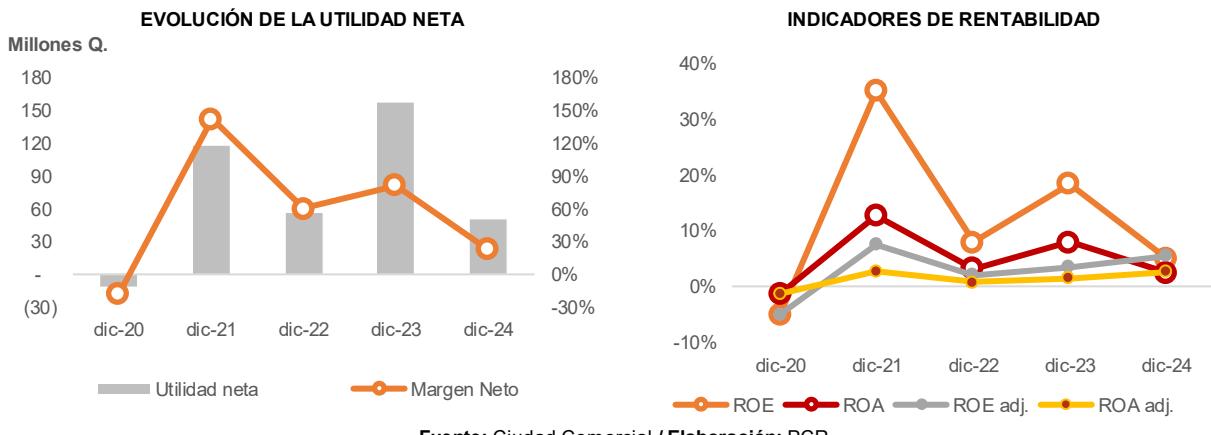
A diciembre de 2024, los gastos administrativos de Ciudad Comercial, S.A. ascienden a GTQ 60.29 millones, con un incremento interanual de 21.36%, impulsado principalmente por honorarios a funcionarios y empleados, así como gastos de gestión administrativa, que representan el 43.24% y 38.12% del total respectivamente. Aunque estos gastos crecieron más que la utilidad bruta (+71.88 %), la eficiencia administrativa<sup>5</sup> que se sitúa actualmente en 38.44%, se mantiene por encima del histórico pero cercana al dato del año anterior e inferior al 40.00%, reflejando una gestión adecuada de los recursos bajo las operaciones actuales. No obstante, la tendencia creciente de estos egresos debe ser monitoreada para evitar presiones sobre la rentabilidad operativa.

La utilidad operativa de Ciudad Comercial, S.A. asciende a GTQ 92.42 millones, considerando los efectos de la revaluación realizada en períodos anteriores, lo que representa una disminución de 57.87%. Esta variación se atribuye al incremento en la utilidad bruta, impulsado principalmente por el aumento en los ingresos derivados de las operaciones.



Finalmente, los resultados reflejaron indicadores positivos, con un retorno sobre activos (ROA adj.) del 2.61 % y un retorno sobre patrimonio (ROE adj.) del 5.41 %. En conclusión, puede afirmarse que la rentabilidad de las operaciones de la compañía ha mantenido un crecimiento leve pero sostenido desde el año 2022. Cabe mencionar que los indicadores ROA y ROE, sin ajustar, incluyen revaluaciones que han generado variaciones significativas, las cuales han sido gestionadas de manera adecuada.

<sup>5</sup> Indicador de eficiencia administrativa = gastos administrativos / utilidad bruta



### Instrumento calificado

#### PRINCIPALES TÉRMINOS Y CONDICIONES DE LA EMISIÓN

Características	
<b>Emisor:</b>	Ciudad Comercial, S.A.
<b>Clave de Cotización:</b>	BCVSCAYALA\$1.
<b>Instrumento:</b>	Bonos Corporativos Vinculados a la Sostenibilidad.
<b>Moneda:</b>	Dólares.
<b>Número e importe nominal total:</b>	Hasta por US\$50,000,000.00
<b>Tasa de Interés:</b>	La tasa de interés para cada serie de Bonos Corporativos será la que se determine en cada subasta holandesa que sea convocada por medio de un Aviso de Oferta Pública (AOP). Dicha tasa de interés podrá ser fija, variable, o mixta. Los valores representados por medio de anotaciones en cuenta colocados en subastas posteriores a la formación de la serie generarán intereses a partir de la fecha en que se haga efectiva la primera adquisición de cualquier Bono Corporativo de la serie que se trate. El pago de los intereses podrá pactarse, para cada serie o tramo, en forma mensual, trimestral, semestral, anual o al vencimiento, según lo establecido en los respectivos Avisos de Oferta Pública (AOP). La pérdida de la designación o etiqueta de vinculación a la sostenibilidad ocasionará un incremento de veinticinco puntos básicos (0.25%) en el interés determinado.
<b>Intereses Moratorios:</b>	La mora por los intereses no pagados por parte del Emisor generará una tasa de interés moratorio del quince por ciento (15%) mensual calculado diariamente sobre el saldo no pagado.
<b>Periodicidad</b>	Semestral y trimestral.
<b>Base de Cálculo:</b>	30/360.
<b>Plazo de la emisión:</b>	El plazo de vigencia de la Emisión bajo Programa para la colocación de valores en mercado primario será de tres (3) años contados a partir de la fecha de inscripción de la Oferta Pública bursátil en el Sistema de Automatización Registral del Registro del Mercado de Valores y Mercancías de Guatemala. Los Bonos Corporativos podrán negociarse en mercado secundario mediante Oferta Pública bursátil a través de Bolsa de Valores Nacional, S.A. El plazo para la negociación de los valores en mercado secundario mediante Oferta Pública bursátil abarcará la vigencia de los valores que se emitan.
<b>Número de series</b>	Indefinido.
<b>Forma y denominación de los Bonos Corporativos Vinculados a la Sostenibilidad</b>	En denominaciones de US\$1,000.00 emitidos en títulos desmaterializados
<b>Monto mínimo de inversión</b>	US\$5,000.00
<b>Precio de suscripción</b>	El precio de suscripción de los Bonos Corporativos en mercado primario será determinado por el Emisor en el Aviso de Oferta Pública, de acuerdo con las condiciones de mercado.
<b>Opción de pago anticipado por parte del Emisor</b>	En dado caso el Emisor establezca una Opción de Pago Anticipado de los Bonos Corporativos por parte del Emisor en el Aviso de Oferta Pública (AOP), este se reserva el derecho de pagar de forma anticipada los Bonos Corporativos, según se indique en este.
<b>Exigencia de pago anticipado por parte de los inversionistas</b>	En dado caso el Emisor establezca una Opción de Exigencia de Pago Anticipado de los Bonos Corporativos por parte de los inversionistas en el Aviso de Oferta Pública (AOP), los inversionistas tendrán el derecho a exigir al Emisor el pago de forma anticipada los Bonos Corporativos, según se determine en este.
<b>Agentes de Bolsa Colocadores:</b>	IDC Valores, S.A. y otros agentes que participen en la red de colocación.
<b>Agente de Bolsa Líder en caso de red de colocación:</b>	IDC Valores, S.A.
<b>Entidad Depositaria:</b>	Central de Valores Nacional, S.A.
<b>Central de Custodia:</b>	Central de Valores Nacional, S.A.

Fuente: Ciudad Comercial / Elaboración: PCR

## **Características de la emisión<sup>6</sup>**

### **Forma de pago**

Todo pago de intereses será realizado por el o los agentes depositantes a través de Central de Valores Nacional, S.A., siempre y cuando se hayan recibido los fondos respectivos por parte del Emisor o por medio de:

- a. Emisión de cheques individuales para cada inversionista, o
- b. Programación de transferencias bancarias a las cuentas de los inversionistas, según mecanismos disponibles para tales efectos.
- c. Acreditación como incremento a la inversión que mantenga el Inversionista en los fondos de inversión administrados por IDC Valores, S.A.

### **Garantías**

1. El Emisor se compromete a la constitución de un Fideicomiso Irrevocable de Garantía, Administración y Pago, con la entidad Financiera Industrial, Sociedad Anónima, al cual aportará:
  - a. Los flujos consistentes de las rentas, cuotas de mantenimiento y parqueos derivados del Centro Comercial Cardales de Cayalá, suficientes para poder garantizar el pago de las obligaciones derivadas de la presente Emisión bajo Programa; obligándose a mantener en todo momento, mientras dure la Emisión bajo Programa, un ratio de cobertura del valor de los flujos anualizados aportados al Fideicomiso Irrevocable de Garantía, Administración y Pago, de un mínimo de doce por ciento (12%) sobre el valor nominal de los Bonos Corporativos en circulación.
  - b. Asimismo, causará que terceros aporten bienes inmuebles de su propiedad para poder garantizar el pago de las obligaciones derivadas de la presente Emisión bajo Programa, específicamente, causará que la entidad Sistemas Electrónicos de Contabilidad, S.A. aporte el bien inmueble, el cual se encuentra valuado en un monto de ochocientos ochenta y tres millones seiscientos cuarenta y nueve mil ochocientos ochenta y nueve quetzales con siete centavos (GTQ883,649,889.07).
  - c. constituirá, a nombre del Fideicomiso Irrevocable de Garantía, Administración y Pago, un fondo de reserva en el que deposite la cantidad correspondiente a un semestre completo de intereses correspondientes a los valores en circulación, en el Fondo Líquido Dólares (FL\$) de IDC Valores, S.A., hecho que informará oportunamente a los inversionistas mediante los mecanismos de divulgación de BVN.
2. El Emisor responderá de manera ilimitada con todos los activos y derechos enajenables al momento de exigirse el cumplimiento de las obligaciones que surgen de los Bonos Corporativos y la Emisión bajo Programa.

### **Condicionantes o covenants de la Emisión bajo Programa**

- a) Ciudad Comercial, S.A., será quien administre activamente el negocio.
- b) El Emisor se compromete a la constitución de un Fideicomiso Irrevocable de Garantía, Administración y Pago, con la entidad Financiera Industrial, S.A., al cual aportará o causará que terceros aporten bienes inmuebles de su propiedad, así como los flujos consistentes de las rentas, cuotas de mantenimiento y parqueos sobre dichos inmuebles, suficientes para poder garantizar el pago de las obligaciones derivadas de la presente Emisión bajo Programa; lo concerniente a este Fideicomiso Irrevocable de Garantía, Administración y Pago se regulará en el respectivo documento de su constitución.
- c) La Sociedad no podrá, durante el plazo de la Emisión bajo Programa, decretar la distribución de dividendos a sus accionistas.
- d) La Sociedad no tiene previsto contratar deuda con una entidad financiera, bancaria o de cualquier naturaleza durante el plazo de la Emisión bajo Programa. No obstante, en caso contrate cualquier deuda con una entidad financiera, bancaria o de cualquier otra naturaleza por un monto superior a los cinco millones de dólares de los Estados Unidos de América (US\$5,000,000.00) deberá de informarlo por escrito a las entidades IDC Valores, S.A. y Bolsa de Valores Nacional, S.A.
- e) Inicialmente, el Emisor se compromete a no colocar Bonos Corporativos por un monto superior a los veinte millones de dólares de los Estados Unidos de América (US\$20,000,000.00). En caso el Emisor desee ofrecer la colocación de los valores restantes deberá:
  - i. Contar con la autorización expresa y por escrito de IDC Valores, S.A. así como de Financiera Industrial, S.A., en su calidad de fiduciario del Fideicomiso Irrevocable de Garantía, Administración y Pago; y
  - ii. Aportar bienes inmuebles o flujos adicionales al Fideicomiso Irrevocable de Garantía, Administración y Pago, en la medida que IDC Valores, S.A. y Financiera Industrial, S.A. consideren suficiente para garantizar el cumplimiento de las obligaciones de pago derivadas de la presente Emisión bajo Programa.

### **Destino de los Fondos**

Los fondos provenientes de la colocación de los valores de la presente Emisión bajo Programa serán utilizados por el Emisor con el fin de sustituir deuda adquirida para el funcionamiento ordinario de su negocio, así como capital de trabajo para su operación.

<sup>6</sup> Información tomada directamente del prospecto de la emisión

## **Proyecciones Financieras**

Ciudad Comercial, S.A. realizó proyecciones financieras a 10 años para evaluar el impacto de la emisión de los Bonos Corporativos Vinculados a la Sostenibilidad. Las proyecciones consideran los flujos correspondientes para Ciudad Comercial, S.A. habiendo finalizado el proceso de fusión de las cinco empresas. La emisión de bonos tiene como objetivo segmentar las fuentes de financiamiento de Ciudad Comercial, S.A., la cual es una estrategia financiera que brinda a la empresa una flexibilidad financiera a largo plazo, así como capital de trabajo para su operación. Se proyecta bajo un escenario conservador con una colocación paulatina de la emisión, se estiman 4 series con una cobertura de 36 meses para su colocación por un plazo de 10 años.

Para los costos de operación y gastos administrativos se proyecta un crecimiento a partir del 2024 del 3.0%. Se espera mantener el margen operativo por encima del 50% de los ingresos y un margen neto promedio por encima del 19%.

**Estado de Resultados Proyectado**

Cifras en miles de USD	Real 2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
<b>INGRESOS</b>	<b>28,723</b>	<b>30,195</b>	<b>31,705</b>	<b>33,290</b>	<b>34,955</b>	<b>36,702</b>	<b>38,537</b>	<b>40,464</b>	<b>42,488</b>	<b>44,612</b>	<b>46,843</b>
Arrendamientos	15,571	16,369	17,188	18,047	18,949	19,897	20,892	21,936	23,033	24,185	25,394
Mantenimiento	4,226	4,442	4,664	4,898	5,142	5,400	5,670	5,953	6,251	6,563	6,891
Parqueo	5,526	5,809	6,099	6,404	6,724	7,061	7,414	7,784	8,174	8,582	9,011
Ingresos por servicios	3,167	3,330	3,496	3,671	3,855	4,047	4,250	4,462	4,685	4,919	5,165
Otros ingresos	233	245	258	270	284	298	313	329	345	362	381
<b>Costos de Operación</b>	<b>8,306</b>	<b>8,729</b>	<b>8,991</b>	<b>9,260</b>	<b>9,538</b>	<b>9,824</b>	<b>10,119</b>	<b>10,423</b>	<b>10,735</b>	<b>11,057</b>	<b>11,389</b>
Mantenimiento y otros servicios	6,427	6,472	6,666	6,866	7,072	7,284	7,503	7,728	7,960	8,199	8,445
Costos y servicios de arrendamiento	1,714	1,726	1,778	1,831	1,886	1,942	2,001	2,061	2,122	2,186	2,252
Costo por servicios de parqueo	165	166	171	177	182	187	193	199	205	211	217
Otros costos de operación	0	364	375	387	398	410	423	435	448	462	476
<b>UTILIDAD BRUTA</b>	<b>20,417</b>	<b>21,466</b>	<b>22,714</b>	<b>24,030</b>	<b>25,416</b>	<b>26,878</b>	<b>28,418</b>	<b>30,042</b>	<b>31,752</b>	<b>33,555</b>	<b>35,454</b>
<b>GASTOS</b>	<b>6,181</b>	<b>4,659</b>	<b>4,892</b>	<b>5,125</b>	<b>5,361</b>	<b>5,599</b>	<b>5,839</b>	<b>6,081</b>	<b>6,327</b>	<b>6,576</b>	<b>6,828</b>
Gastos de administración	7,232	5,363	5,524	5,689	5,860	6,036	6,217	6,404	6,596	6,794	6,997
Gastos de venta	59	60	62	64	66	68	70	72	74	77	79
Depreciación	616	616	617	618	618	619	619	620	621	621	622
Otros (ingresos) gastos, neto	-1,725	-1,380	-1,311	-1,246	-1,183	-1,124	-1,068	-1,015	-964	-916	-870
<b>UTILIDAD OPERATIVA</b>	<b>14,235</b>	<b>16,807</b>	<b>17,823</b>	<b>18,904</b>	<b>20,056</b>	<b>21,280</b>	<b>22,580</b>	<b>23,961</b>	<b>25,426</b>	<b>26,979</b>	<b>28,625</b>
<b>Gastos financieros y otros gastos</b>	<b>5,534</b>	<b>9,058</b>	<b>10,015</b>	<b>10,101</b>	<b>9,790</b>	<b>8,594</b>	<b>7,682</b>	<b>6,627</b>	<b>5,319</b>	<b>3,913</b>	<b>2,221</b>
Gastos financieros	5,534	8,039	7,482	6,190	5,218	3,926	3,434	2,942	2,370	1,798	1,226
Gastos de emisión de bonos	0	921	2,302	3,680	4,341	4,437	4,017	3,454	2,718	1,885	765
Gastos Administrativos Emisión	0	99	231	231	231	231	231	231	231	231	231
<b>UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>8,701</b>	<b>7,749</b>	<b>7,808</b>	<b>8,803</b>	<b>10,265</b>	<b>12,685</b>	<b>14,898</b>	<b>17,334</b>	<b>20,106</b>	<b>23,066</b>	<b>26,404</b>
Impuestos	1,595	1,937	1,952	2,201	2,566	3,171	3,724	4,333	5,027	5,766	6,601
<b>UTILIDAD NETA</b>	<b>7,106</b>	<b>5,812</b>	<b>5,856</b>	<b>6,602</b>	<b>7,699</b>	<b>9,514</b>	<b>11,173</b>	<b>13,000</b>	<b>15,080</b>	<b>17,299</b>	<b>19,803</b>

Fuente: Ciudad Comercial, S.A. / Elaboración: PCR

Las proyecciones del flujo de caja de Ciudad Comercial consideran sus obligaciones financieras futuras; la emisión de los Bonos Corporativos Vinculados a la Sostenibilidad en 2024, por US\$50 millones, el pago de intereses sobre bonos y préstamos bancarios los cuales se consideran del 2024 al 2034 y la amortización del principal de los bonos a partir del 2029 al 2033. Según se evidencia a continuación, la entidad obtiene flujos positivos posterior a calcular sus obligaciones.

**Flujo de Caja Proyectado**

Cash Flow proyectado (US\$)	Real 2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
<b>FLUJO OPERATIVO</b>	<b>14,166</b>	<b>14,822</b>	<b>13,751</b>	<b>13,703</b>	<b>13,685</b>	<b>15,185</b>	<b>16,530</b>	<b>17,975</b>	<b>19,484</b>	<b>21,133</b>	<b>23,066</b>
Utilidad neta	7,106	5,812	5,856	6,602	7,699	9,514	11,173	13,000	15,080	17,299	19,803
(+) Depreciaciones	616	616	617	618	618	619	619	620	621	621	622
(+) Gasto financiero bancario	5,534	7,482	6,366	5,570	4,454	4,138	3,821	3,437	2,865	2,293	1,721
(+) Gasto financiero emisión	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(+) IVA por crédito fiscal	911	912	912	913	914	915	916	917	918	919	920
<b>FLUJO DE INVERSIÓN</b>	<b>-5,044</b>	<b>-6,736</b>	<b>-1,317</b>	<b>1,449</b>	<b>-1,594</b>	<b>-1,753</b>	<b>-1,929</b>	<b>-2,121</b>	<b>-2,334</b>	<b>-2,567</b>	<b>-2,824</b>
(-) Capex (remodelaciones o mejoras en activos)	-5,044	-6,736	-1,317	1,449	-1,594	-1,753	-1,929	-2,121	-2,334	-2,567	-2,824
<b>FLUJO DE FINANCIAMIENTO</b>	<b>-561</b>	<b>78,653</b>	<b>-6,433</b>	<b>-5,317</b>	<b>-9,012</b>	<b>-7,543</b>	<b>31</b>	<b>125</b>	<b>-609</b>	<b>1,483</b>	<b>4,556</b>
(+) Emisión bonos	0	20,000	15,000	15,000	0	0	0	0	0	0	0
(-) Amortización de bonos	0	0	0	0	0	1,000	6,500	7,500	9,500	11,500	14,000
(+) Operaciones Intercompany	0	2,500	0	0	6,509	9,861	1,620	1,248	480	0	0
(-) Gasto financiero consolidado (préstamo + emisión)	-5,534	-8,472	-7,482	-6,366	-5,570	-4,454	-4,138	-3,821	-3,437	-2,865	-2,293
(+) Desembolsos bancarios	10,000	71,000	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(-) Amortización de deuda bancaria	-5,027	-6,375	-13,951	-13,951	-9,951	-13,951	-3,951	-4,801	-7,151	-7,151	-7,151
<b>Flujo de efectivo</b>	<b>8,561</b>	<b>86,738</b>	<b>6,001</b>	<b>9,835</b>	<b>3,079</b>	<b>5,889</b>	<b>14,633</b>	<b>15,978</b>	<b>16,541</b>	<b>20,049</b>	<b>24,798</b>
(+) Flujo inicial	2,328	2,328	8,329	18,164	21,243	27,132	41,765	57,743	74,284	94,333	119,131
<b>FLUJO DE CAJA ACUMULADO</b>	<b>10,889</b>	<b>89,066</b>	<b>14,330</b>	<b>27,999</b>	<b>24,322</b>	<b>33,021</b>	<b>56,398</b>	<b>73,721</b>	<b>90,825</b>	<b>114,382</b>	<b>143,929</b>

Fuente: Ciudad Comercial, S.A. / Elaboración: PCR

Se analizó la cobertura de los gastos financieros y el servicio de deuda sobre EBITDA y sobre flujo de caja, evidenciando una capacidad financiera sólida del Emisor para atender sus compromisos financieros, exhibiendo buenas coberturas para el pago de intereses y amortizaciones.

	Real 2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Amortización de bonos	0	0	0	0	0	1,000	6,500	7,500	9,500	11,500	14,000
Gasto financiero consolidado	6,948	6,050	5,113	4,318	3,923	3,618	3,307	2,958	2,557	2,205	2,205
Amortización de deuda bancaria	5,027	6,375	13,951	13,951	9,951	13,951	3,951	4,801	7,151	7,151	7,151
Servicio de la deuda (Deuda Bancaria y Bonos)	11,974	12,426	19,064	18,269	13,874	18,569	13,758	15,260	19,209	20,856	23,356
EBITDA	14,851	17,423	18,440	19,522	20,674	21,898	23,199	24,581	26,046	27,600	29,247
Flujo de Caja libre para cobertura de deuda	10,889	89,066	14,330	27,999	24,322	33,021	56,398	73,721	90,825	114,382	143,929
<b>Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros total</b>	<b>2.14</b>	<b>2.88</b>	<b>3.61</b>	<b>4.52</b>	<b>5.27</b>	<b>6.05</b>	<b>7.02</b>	<b>8.31</b>	<b>10.18</b>	<b>12.52</b>	<b>13.27</b>
<b>Cobertura EBITDA/Servicio de la deuda total</b>	<b>1.24</b>	<b>1.40</b>	<b>0.97</b>	<b>1.07</b>	<b>1.49</b>	<b>1.18</b>	<b>1.69</b>	<b>1.61</b>	<b>1.36</b>	<b>1.32</b>	<b>1.25</b>
<b>Cobertura Flujo de Caja Acumulado / Servicio de la Deuda</b>	<b>1.91</b>	<b>8.17</b>	<b>1.75</b>	<b>2.53</b>	<b>2.75</b>	<b>2.78</b>	<b>5.10</b>	<b>5.83</b>	<b>5.73</b>	<b>6.48</b>	<b>7.16</b>

Fuente: Ciudad Comercial, S.A. / Elaboración: PCR

**Fideicomiso Irrevocable de Garantía, Administración y Pago**

El Emisor constituyó un Fideicomiso, con la entidad Financiera Industrial, Sociedad Anónima, donde los Fideicomitentes son Ciudad Comercial, S.A. y Sistemas Electrónicos de Contabilidad, S.A. y el Fiduciario es Financiera Industrial, S.A. Al fideicomiso se aportan los flujos consistentes de las rentas, cuotas de mantenimiento y parqueos derivados del Centro Comercial Cardales de Cayalá suficientes para poder garantizar el pago de las obligaciones derivadas de la emisión, obligándose a mantener en todo momento, mientras dure la Emisión bajo Programa, un ratio de cobertura del valor de los flujos anualizados aportados al Fideicomiso Irrevocable de Garantía, Administración y Pago, de un mínimo de doce por ciento (12%) sobre el valor nominal de los Bonos Corporativos en circulación.

Se realizó un análisis de la cobertura del valor del inmueble fideicomitido “Cardales de Cayalá” aportado al Fideicomiso Irrevocable de Garantía, Administración y Pago el cual es administrado por Financiera Industrial y forma parte de la garantía según se puede leer en el prospecto de la emisión. A noviembre 2022 y diciembre 2024 con avalúo de fecha 12/01/2024, se realizó el supuesto en que el valor de liquidación representaba solo el 60% del avalúo actual, considerando condiciones de mercado menos favorables o en situación de urgencia, mostrando las siguientes coberturas:

Garantía Inmobiliaria	nov-22	dic-24
Monto avalúo bancario (Q)	883,649,890	896,048,083
Monto avalúo (US\$)	112,691,184	114,481,384
Valor de liquidación (60%)	67,614,710	68,688,830
% de <i>loan-to-value</i>	80%	80%
Valor máximo de emisión	54,091,768	54,951,064
Cobertura sobre la Emisión aprobada 2024 US\$20 millones	2.70	2.75
Cobertura sobre el Cupo global de la emisión US\$50 millones	1.08	1.10
<b>Tipo de cambio Banguat.</b>	<b>7.8413</b>	<b>7.8270</b>

Fuente: Ciudad Comercial, S.A. / Elaboración: PCR

Se analizaron los flujos aportados al Fideicomiso, en donde Cardales de Cayalá aporta sus flujos de ingresos operativos. De acuerdo con el compromiso del emisor de mantener el mínimo de un 12% de los flujos anualizados, sobre el valor nominal de los bonos en circulación, se realizó el análisis de la cobertura mínima y el análisis de la cobertura de los flujos aportados sobre el gasto financiero de la emisión. Según lo pronosticado, las aportaciones de las rentas de Cardales de Cayalá, otros ingresos y los fondos aportados para reserva de intereses, permitirán mantener flujos acumulados por encima de lo mínimo establecido, en promedio se mantendrán flujos finales acumulados de US\$44.97 millones durante los 10 años plazo de la emisión.

#### Flujo del Fideicomiso

(Miles USD)	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
<b>Ingresos:</b>	<b>3,589</b>	<b>4,569</b>	<b>5,382</b>	<b>6,163</b>	<b>7,425</b>	<b>7,556</b>	<b>7,691</b>	<b>7,343</b>	<b>7,486</b>	<b>7,321</b>	<b>6,556</b>
Ingresos por arrendamiento	3,589	3,769	3,957	4,155	4,363	4,493	4,628	4,767	4,910	5,057	5,209
Otros ingresos	-	-	-	-	1,056	1,056	1,056	1,056	1,056	1,056	1,056
Aportación reserva de intereses	-	800	1,425	2,008	2,007	2,007	2,007	1,520	1,520	1,208	292
<b>Costos:</b>	<b>28</b>	<b>1,116</b>	<b>2,576</b>	<b>3,857</b>	<b>4,287</b>	<b>4,287</b>	<b>3,801</b>	<b>3,314</b>	<b>3,314</b>	<b>2,065</b>	<b>857</b>
<b>Costos Asociados a la Emisión</b>	<b>28</b>	<b>317</b>	<b>354</b>	<b>427</b>	<b>274</b>						
<b>IDC Valores</b>	-	280	299	359	200	200	200	200	200	200	200
<b>BVN y CVN</b>	-	9	27	39	46	46	46	46	46	46	46
<b>RMVM</b>	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Otros	27	27	27	27	27	27	27	27	27	27	27
<b>Intereses de los Bonos Corporativos</b>	<b>-</b>	<b>799</b>	<b>2,222</b>	<b>3,431</b>	<b>4,014</b>	<b>4,014</b>	<b>3,527</b>	<b>3,041</b>	<b>3,041</b>	<b>1,792</b>	<b>583</b>
Intereses Serie A	-	312	624	624	624	624	624	624	624	-	-
Intereses Serie B	-	487	973	973	973	973	487	-	-	-	-
Intereses Serie C	-	-	625	1,250	1,250	1,250	1,250	1,250	1,250	625	-
Intereses Serie D	-	-	-	583	1,167	1,167	1,167	1,167	1,167	1,167	583
<b>Flujo propio del fideicomiso</b>	<b>3,561</b>	<b>3,453</b>	<b>2,806</b>	<b>2,306</b>	<b>3,138</b>	<b>3,269</b>	<b>3,890</b>	<b>4,029</b>	<b>4,172</b>	<b>5,256</b>	<b>5,699</b>
Saldo inicial	3,389	6,950	10,403	13,209	15,515	18,653	21,921	25,811	29,840	34,012	39,268
<b>Flujo final fideicomiso</b>	<b>6,950</b>	<b>10,403</b>	<b>13,209</b>	<b>15,515</b>	<b>18,653</b>	<b>21,921</b>	<b>25,811</b>	<b>29,840</b>	<b>34,012</b>	<b>39,268</b>	<b>44,968</b>
Monto Emisión en circulación	-	10,000	27,500	42,500	50,000	50,000	43,744	37,487	37,487	22,500	7,500
Monto mínimo de los flujos anualizados aportados (12%) sobre la emisión	-	1,200	3,300	5,100	6,000	6,000	5,249	4,498	4,498	2,700	900
Ingresos por arrendamiento / 12% del valor nominal	-	37.69%	14.39%	9.78%	8.73%	8.99%	10.58%	12.72%	13.10%	22.48%	69.46%
Cobertura ingresos totales / gasto financiero de la deuda emisión	-	5.72	2.42	1.80	1.85	1.88	2.18	2.41	2.46	4.09	11.24

Fuente: Ciudad Comercial, S.A. / Elaboración: PCR

## ANEXOS

### BALANCE GENERAL<sup>7</sup>

Cifras en Miles GTQ.	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24
<b>Activos</b>	<b>821,685</b>	<b>924,080</b>	<b>1,768,751</b>	<b>1,985,952</b>	<b>2,091,803</b>
<b>Activo Corriente</b>	<b>15,335</b>	<b>20,503</b>	<b>42,797</b>	<b>41,580</b>	<b>104,144</b>
Efectivo	8,699	13,112	15,600	17,886	12,944
Cuentas por cobrar comerciales neto	4,399	3,269	10,921	7,447	9,591
Cuentas por cobrar a compañías relacionadas	-	3,115	6,676	9,823	77,616
Impuestos por liquidar	-	1,007	6,251	1,941	32
Otras cuentas por cobrar	1,623	-	137	3,316	2,017
Documentos por cobrar	613	-	-	-	-
Inventarios	-	-	3,212	1,167	1,945
Otros Activos	-	-	-	-	-
<b>Activos No Corrientes</b>	<b>806,351</b>	<b>903,577</b>	<b>1,725,954</b>	<b>1,944,372</b>	<b>1,987,659</b>
Propiedades de inversión	746,837	855,863	1,614,028	1,848,182	1,885,113
Mobiliario y equipo neto	3,137	2,875	7,576	18,148	13,299
Construcciones en proceso	-	-	41,298	15,686	33,758
Documentos por cobrar	-	517	-	-	-
Otras cuentas por cobrar largo plazo	46,252	43,932	61,365	60,686	54,136
Cuentas por cobrar a compañías relacionadas	9,727	-	-	-	-
Otros activos	397	391	1,686	1,670	1,352
<b>Pasivos</b>	<b>603,785</b>	<b>589,337</b>	<b>1,068,684</b>	<b>1,128,471</b>	<b>1,083,039</b>
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>19,174</b>	<b>177,908</b>	<b>176,791</b>	<b>144,686</b>	<b>63,774</b>
Préstamos a corto plazo	12,860	4,246	38,451	113,859	35,078
Cuentas por pagar a compañías relacionadas	-	163,301	114,385	7,531	324
Cuentas por pagar comerciales	731	2,390	9,012	13,289	14,162
Cuentas por pagar y gastos acumulados	5,583	7,264	10,423	9,235	14,209
Impuesto sobre la renta por pagar	-	707	4,519	772	-
<b>Pasivo No Corriente</b>	<b>584,612</b>	<b>411,429</b>	<b>891,893</b>	<b>983,786</b>	<b>1,019,266</b>
Impuesto sobre la renta diferido	-	-	68,664	83,678	85,845
Cuentas por pagar a compañías relacionadas	164,915	-	-	178,127	105,220
Otros pasivos a largo plazo	-	-	-	-	-
Préstamos bancarios a largo plazo	419,697	411,429	823,229	721,981	828,201
Depósitos en Garantía	-	-	-	-	-
<b>Patrimonio</b>	<b>217,900</b>	<b>334,743</b>	<b>700,067</b>	<b>857,481</b>	<b>1,008,764</b>
Capital	97,208	97,208	214,618	214,618	315,000
Reserva por valuación de propiedades de inversión	67,550	159,454	344,197	-	-
Reserva legal	2	2	2,035	3,544	5,026
Utilidades retenidas	53,139	78,079	139,217	639,319	688,739
<b>Total Pasivos y Patrimonio</b>	<b>821,685</b>	<b>924,080</b>	<b>1,768,751</b>	<b>1,985,952</b>	<b>2,091,803</b>

Fuente: Ciudad Comercial, S.A. / Elaboración: PCR

### ESTADO DE RESULTADOS

Cifras en Miles GTQ	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24
Ingresos operativos	61,796	82,131	92,228	193,371	220,655
Costos operativos	(24,727)	(28,923)	(29,766)	(51,475)	(63,811)
<b>Utilidad bruta</b>	<b>37,069</b>	<b>53,208</b>	<b>62,463</b>	<b>141,896</b>	<b>156,844</b>
Gastos de administración	(10,912)	(9,422)	(12,830)	(49,679)	(60,290)
Gastos de venta	(5,920)	-	(111)	(439)	(451)
<i>Ganancia derivada por cambios en el valor razonable de propiedades de inversión</i>	-	91,904	41,536	127,581	(3,688)
<b>Utilidad operativa</b>	<b>20,238</b>	<b>135,690</b>	<b>91,059</b>	<b>219,358</b>	<b>92,416</b>
<b>Utilidad en Operativa sin cambios en valor razonable</b>	<b>20,238</b>	<b>43,786</b>	<b>49,523</b>	<b>91,778</b>	<b>96,103</b>
Otros ingresos (gastos) - neto	(6,768)	4,402	(7,312)	2,192	13,254
Gastos financieros	(24,356)	(22,325)	(19,962)	(41,613)	(42,514)
<b>Utilidad antes de impuesto sobre la renta</b>	<b>(10,886)</b>	<b>117,768</b>	<b>63,785</b>	<b>179,937</b>	<b>63,155</b>
<b>Utilidad antes de impuestos sin cambios en valor razonable</b>	<b>(10,886)</b>	<b>25,863</b>	<b>22,249</b>	<b>52,357</b>	<b>66,843</b>
Impuesto sobre la renta	-	(924)	(8,084)	(22,522)	(12,254)
<b>Utilidad neta</b>	<b>(10,886)</b>	<b>116,844</b>	<b>55,701</b>	<b>157,415</b>	<b>50,901</b>
<b>Utilidad neta sin cambios en valor razonable</b>	<b>(10,886)</b>	<b>24,939</b>	<b>14,166</b>	<b>29,835</b>	<b>54,589</b>

Fuente: Ciudad Comercial, S.A. / Elaboración: PCR

<sup>7</sup> \*La información financiera a diciembre 2022 y 2024 corresponde a Ciudad Comercial, S.A. tras la fusión con las Sociedades. La información financiera de diciembre 2021 corresponde a Administradora Comercial Paseo Fase I.

	INDICADORES FINANCIEROS				
	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24
<b>Endeudamiento y cobertura</b>					
Deuda financiera (en miles GTQ)	432,557	415,675	861,681	835,840	863,279
EBITDA (en miles GTQ)	20,238	45,069	50,811	94,989	100,833
Deuda financiera sobre pasivo	71.64%	70.53%	80.63%	74.07%	79.71%
Deuda financiera sobre patrimonio	1.99	1.24	1.23	0.97	0.86
Cobertura de gastos financieros	0.83	2.02	2.55	2.28	2.37
Deuda financiera / EBITDA	21.37	9.22	16.96	8.80	8.56
<b>Liquidez</b>					
Capital de trabajo (en miles GTQ)	(3,839)	(157,405)	(133,994)	(103,105)	40,371
Liquidez corriente	0.80	0.12	0.24	0.29	1.63
Liquidez corriente sin relacionadas	0.80	1.19	0.58	0.23	0.42
Razón de efectivo	0.45	0.07	0.09	0.12	0.20
<b>Solvencia</b>					
Solvencia patrimonial	26.52%	36.22%	39.58%	43.18%	48.22%
Endeudamiento de activos	73.48%	63.78%	60.42%	56.82%	51.78%
Apalancamiento patrimonial	2.77	1.76	1.53	1.32	1.07
<b>Rentabilidad</b>					
ROE	-5.00%	34.91%	7.96%	18.36%	5.05%
ROE adj.	-5.00%	7.45%	2.02%	3.48%	5.41%
ROA	-1.32%	12.64%	3.15%	7.93%	2.43%
ROA adj.	-1.32%	2.70%	0.80%	1.50%	2.61%
Margen Bruto	59.99%	64.78%	67.73%	73.38%	71.08%
Margen Operativo	32.75%	165.21%	98.73%	113.44%	41.88%
Margen Neto	-17.62%	142.26%	60.40%	81.41%	23.07%
Eficiencia administrativa	29.44%	17.71%	20.54%	35.01%	38.44%
<b>Eficacia operativa</b>					
Rotación de cuentas por cobrar	25.983	14.529	43.221	14.057	15.864
Rotación de cuentas por pagar		5	3	5	5
Razón de activos / pasivos	1.36	1.57	1.66	1.76	1.93

Fuente: Ciudad Comercial, 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. PCR considera que la información utilizada para el presente análisis es suficiente para emitir nuestra opinión de riesgo.