

CALIFICACIÓN:

Cuarta Emisión de Obligaciones	AAA
Tendencia	
Acción de calificación	Revisión
Metodología	Calificación de Obligaciones
Fecha última calificación	febrero 2020

DEFINICIÓN DE CATEGORÍA:

Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una excelente capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenece y a la economía en general.

El signo más (+) indicará que la calificación podrá subir hacia su inmediato superior, mientras que el signo menos (-) advertirá descenso en la categoría inmediata inferior.

Las categorías de calificación para los valores representativos de deuda están definidas de acuerdo con lo establecido en la normativa ecuatoriana.

Conforme el Artículo 3, Sección I, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, la calificación de un instrumento o de un emisor no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo, ni la estabilidad de su precio sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste. Es por lo tanto evidente que la calificación de riesgos es una opinión sobre la solvencia del emisor para cumplir oportunamente con el pago de capital, de intereses y demás compromisos adquiridos por la empresa de acuerdo con los términos y condiciones del Prospecto de Oferta Pública, de la respectiva Escritura Pública de Emisión y de más documentos habilitantes.

HISTORIAL DE CALIFICACIÓN		
FECHA	CALIFICACIÓN	CALIFICADORA
Febrero 2020	AA+	GlobalRatings

Mariana Ávila
Gerente de Análisis
mavila@globalratings.com.ec

Hernán López
Gerente General
hlopez@globalratings.com.ec

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. otorgó la calificación de AAA para la Cuarta Emisión de Obligaciones de INMOBILIARIA DEL SOL S.A. MOBILSOL en comité No.244-2020, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el día 28 de agosto de 2020; con base en los estados financieros auditados de los periodos 2017, 2018 y 2019, estados financieros internos, proyecciones financieras, estructuración de la emisión y otra información relevante con fecha junio de 2020. (Aprobada por la Junta General de Accionistas el 9 de marzo de 2020 por un monto de hasta USD 12.000.000 mediante resolución No. SCVS-INMV-DNAR-2020-00002552.)

FUNDAMENTOS DE CALIFICACIÓN

- El sector comercial afrontó un crecimiento sostenido durante la última década, impulsado por el aumento de la inversión y el consumo privado, actualmente, dada la situación socioeconómica a nivel nacional, el sector comercial depende en gran medida del desarrollo de canales alternativos de comercialización, y se ve amenazado por la menor liquidez en el mercado. Dentro de la Unidad de Negocio Inmobiliario del Consorcio Nobis INMOBILIARIA DEL SOL S.A. MOBILSOL se ha consolidado como el centro comercial de mayor referencia en Guayaquil y Ecuador visitado mensualmente por aproximadamente 1'500.000 personas.
- En el contexto de la emergencia actual, INMOBILIARIA DEL SOL S.A. MOBILSOL mantuvo interrumpidas sus actividades y operaciones, con el centro comercial cerrado para el público, con la excepción de los supermercados y los servicios de delivery. La compañía incorporó un servicio de "pick up" en donde los clientes pueden realizar sus compras en línea y retirarlas desde su carro en la puerta del centro comercial, lo cual le ha permitido brindar una solución ante la problemática actual, así como incrementar el acceso a un mayor número de clientes. A la fecha el centro comercial reanudó sus operaciones, abriendo el centro comercial al público en cumplimiento con normas de seguridad y limpieza tanto para el personal como para las instalaciones.
- La empresa cuenta con más de 25 años en el mercado ecuatoriano, cuenta con personal altamente capacitado y experimentado con las competencias necesarias para ejecutar las funciones y desempeñarse en sus cargos respectivos. La empresa cuenta de manera formal con prácticas de Gobierno Corporativo siguiendo los principios operativos, lineamientos corporativos, planes estratégicos y financieros del Consorcio Nobis S.A., los que se mantienen bajo rigurosos estándares de calidad y además del respaldo de un vínculo reputacional por el uso de una marca de gran reconocimiento.
- Las garantías que respaldan la emisión se han cumplido cabalmente, generando una cobertura adecuada sobre límites preestablecidos. La compañía ha cumplido con las obligaciones puntualmente, sin presentar retrasos en los pagos de las obligaciones emitidas. Además, cuenta con un límite de endeudamiento de mantener una relación de pasivos con instituciones financieras y Mercado de Valores de hasta 2,5 veces el patrimonio de la compañía.

DESEMPEÑO HISTÓRICO

Los ingresos de INMOBILIARIA DEL SOL S.A. MOBILSOL provienen de 5 líneas de negocio: el valor mensual de concesión, el valor inicial de concesión, la alícuota de mantenimiento, la concesión de espacios públicos, el alquiler del salón y eventos, y otros ingresos. La compañía presentó ventas crecientes durante el periodo analizado, consistente con la continua ampliación y renovación del centro comercial y una baja en el comparativo interanual a junio de 2020, cuando las actividades económicas a nivel nacional se vieron restringidas por la emergencia sanitaria. Históricamente mientras los ingresos por concepto de concesiones mensuales y alícuotas de mantenimiento han ido incrementando, los ingresos percibidos por concepto de concesiones de espacios publicitarios han ido disminuyendo. Los gastos operativos, compuestos principalmente por gastos de administrativos presentaron una tendencia decreciente, generando un incremento en la utilidad operativa y por ende en la utilidad neta al cierre de 2019. No obstante, los resultados de la compañía son consistentemente positivos y crecientes, generando indicadores de rentabilidad que se encuentran por encima del promedio de la industria.

La compañía presenta una elevada calidad de activos, evidenciada en los niveles de antigüedad de la cartera y cuyos plazos promedios de recuperación responden directamente a las políticas de crédito establecidas. Asimismo, la compañía dispuso de un monto adecuado de efectivo y equivalentes y un alto flujo libre de efectivo, evidenciando el óptimo nivel de solvencia de la entidad. La compañía ha realizado inversiones constantes en activos fijos, especialmente en propiedades de inversión que representan las remodelaciones y ampliaciones del centro comercial para incrementar la capacidad y productividad de su negocio. Se evidenció un manejo responsable de su endeudamiento, considerando que la compañía financió sus actividades mediante instituciones financieras y principalmente mediante obligaciones emitidas en el Mercado de Valores. La empresa mantiene una cobertura alta del EBITDA sobre el gasto financiero y las obligaciones con costo en el corto plazo.

RESULTADOS E INDICADORES	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
	Actual	Actual	Actual	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Proyectado
Ingresos de actividades ordinarias	20.738	20.923	21.416	18.504	19.430	20.401	21.421	22.492	23.617	24.798
Utilidad operativa	9.699	10.043	10.364	8.697	9.132	9.589	10.068	10.571	10.628	11.159
Utilidad neta	5.943	6.388	6.460	5.299	5.589	5.998	6.397	6.871	7.018	7.444
EBITDA	10.982	11.546	11.970	10.303	10.738	11.195	11.674	12.177	12.234	12.765
Deuda Neta	1.022	-	5.045	8.669	6.812	4.871	2.791	250	-	-
Flujo Libre de Efectivo (FLE)	6.860	8.936	9.078	6.291	6.559	6.938	7.306	7.595	7.335	8.092
Necesidad Operativa de Fondos	1.815	2.256	1.270	1.297	1.405	1.523	1.647	1.786	2.229	2.486
Servicio de Deuda (SD)	2.371	1.101	1.300	1.032	1.592	1.804	1.692	1.051	712	(1.026)
Razón de Cobertura de Deuda DSCRC	5	10	9	10	7	6	7	12	17	(12)
Capital de Trabajo	(2.623)	(1.485)	(3.873)	(4.223)	(4.237)	(4.152)	(3.916)	(3.057)	(313)	323
ROE	11,84%	11,83%	11,83%	10,37%	10,53%	10,69%	10,75%	10,35%	9,78%	10,03%
Apalancamiento	0,51	0,47	0,53	0,64	0,58	0,52	0,45	0,38	0,32	0,30
Z de Altman Comercio y Servicios	2,965	3,256	2,755	2,515	2,911	3,385	3,925	4,635	5,535	5,967

Tabla 1: Resultados e indicadores.

Fuente: INMOBILIARIA DEL SOL S.A. MOBILSOL; **Elaboración:** GlobalRatings

EXPECTATIVAS PARA PERIODOS FUTUROS

Las proyecciones de ingresos estiman una disminución en las ventas de 2020, en función de las condiciones de mercado que contraen la actividad económica y, por lo tanto, la capacidad adquisitiva de la población. No obstante, estas proyecciones podrían resultar conservadoras, considerando que la compañía ya mantiene sus operaciones activas y el centro comercial ya se encuentra abierto al público. Consecuentemente, los resultados de la compañía se contraerán al término de 2020, pero presentarán una recuperación gradual a partir de 2021, presentando siempre resultados positivos.

Debido a las condiciones económicas actuales, se prevé un incremento en la morosidad de la cartera para 2020, lo cual acumulará cartera comercial. No obstante, esta situación mejorará para 2021 en adelante, favoreciendo a la generación de flujo y la liquidez inmediata de la compañía. Las proyecciones del Estado de Situación Financiera realizadas para el periodo de vigencia de la Emisión contemplan una inversión continua en propiedad, planta y equipo y en sus propiedades de inversión entre el 2020 al 2026.

La colocación de la Cuarta Emisión de Obligaciones impulsará al alza la deuda neta en 2020. De esta manera se prevé una disminución en la deuda neta para 2021, y que para 2022 los valores regresarán a los niveles históricos. Se mantendrá la estructura del pasivo durante el periodo de vigencia de la Emisión, por lo que su colocación impulsará al alza el pasivo de largo plazo y su amortización modificará gradualmente la estructura de fondeo. Se estima que el pasivo financie el 39% de los activos de la compañía en 2020, relación que disminuirá para años posteriores. Se estima que el patrimonio se seguirá fortaleciendo mediante los resultados del ejercicio que se presentan crecientes para las proyecciones de 2020 a 2026 y dentro de las proyecciones se considera una distribución de dividendos para todo el periodo de vigencia de la emisión hasta el año 2026.

FACTORES ADICIONALES

La emergencia sanitaria que atraviesa el mundo ha hecho que el corto plazo sea altamente incierto dado que aún no se vislumbra un final y que las consecuencias económicas sean difíciles de proyectar. Pensar en el largo plazo es más complejo aun dado que el escenario económico post pandemia es casi imposible de proyectar. En este contexto la compañía ha demostrado las fortalezas ya señaladas en lo que respecta a la calidad de sus activos y de su administración.

FACTORES DE RIESGO

Según el Literal g, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. identifica como riesgos previsibles en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables, los siguientes:

- Riesgo general del entorno económico, que afecta a todo el entorno, y que se puede materializar cuando, sea cual fuere el origen del fallo que afecte a la economía, el incumplimiento de las obligaciones por parte de una entidad participante provoca que otras, a su vez, no puedan cumplir con las suyas, generando una cadena de fallos que puede terminar colapsando todo el funcionamiento del mecanismo, por lo que ante el incumplimiento de pagos por parte cualquiera de la empresas se verían afectados los flujos de la compañía. El riesgo se mitiga por un análisis detallado del portafolio de clientes y con políticas de cobro definidas. Actualmente, el riesgo de una cadena de impago es más elevado fruto de la paralización económica y su efecto sobre la liquidez del sector real. No obstante, el Gobierno ha implementado una política tendiente a aminorar el efecto de la situación sanitaria actual en las empresas en la medida de lo posible, a través de facilidades crediticias emergentes, lo cual reduce el riesgo en el entorno
- Promulgación de nuevas medidas impositivas, incrementos de aranceles, restricciones de importaciones u otras políticas gubernamentales que son una constante permanente que genera incertidumbre para el mantenimiento del sector. De esta forma se incrementan los precios de los bienes importados. La compañía mantiene variedad de líneas de negocio que permite mitigar este riesgo.
- Cambios en la normativa y en el marco legal en el que se desenvuelve la empresa son inherentes a las operaciones de cualquier compañía en el Ecuador. En el caso puntual de la compañía lo anterior representa un riesgo debido a que esos cambios pueden alterar las condiciones operativas. Sin embargo, este riesgo se mitiga debido a que la compañía tiene la mayor parte de sus contratos suscritos con compañías privadas, lo que hace difícil que existan cambios en las condiciones previamente pactadas.
- Salida de uno o más locales ancla del centro comercial, lo que conllevaría la disminución en la afluencia de clientes, con la consecuente disminución de ventas para los demás locales. La empresa mitiga este riesgo a través de contratos a largo plazo firmados por los locales.
- La continuidad de la operación de la compañía puede verse en riesgo efecto de la pérdida de la información; la compañía mitiga este riesgo ya que posee políticas y procedimientos para la administración de respaldos de bases de datos, para proteger la información, así como mediante aplicaciones de software contra fallas que puedan ocurrir, para así posibilitar la recuperación en el menor tiempo posible y sin la pérdida de la información.

Según el Literal i, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. identifica como riesgos previsibles de los activos que respaldan la emisión y su capacidad para ser liquidados los siguientes:

Se debe indicar que los activos que respaldan la Emisión, de acuerdo con la declaración juramentada, son principalmente las Propiedades de Inversión. Los activos que respaldan la presente Emisión pueden ser liquidados por su naturaleza y de acuerdo con las condiciones del mercado. Al respecto:

- Afectaciones causadas por factores como catástrofes naturales, robos e incendios en los cuales los activos fijos e inventarios se pueden ver afectados, total o parcialmente, lo que generaría pérdidas económicas a la compañía. El riesgo se mitiga a través de pólizas de seguros que la compañía mantiene sobre los activos, con la compañía aseguradora Generali Ecuador y CHUBB Seguros., que le permiten transferir el riesgo de pérdidas económicas causadas por este tipo de eventos.

Al darse cumplimiento a lo establecido en el Literal h, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, que contempla las consideraciones de riesgo cuando los activos que respaldan la emisión incluyan cuentas por cobrar a empresas vinculadas:

Se debe indicar que dentro de las cuentas por cobrar que mantiene INMOBILIARIA DEL SOL S.A. MOBILSOL se registran cuentas por cobrar compañías relacionadas por USD 18,86 mil, por lo que los riesgos asociados podrían ser:

- Las cuentas por cobrar compañías relacionadas no presentan participación representativa sobre el total de los activos que respaldan la Emisión y sobre los activos totales. Por lo que su efecto sobre el respaldo de la Emisión de Obligaciones es poco representativo, si alguna de las compañías relacionadas llegara a incumplir con sus obligaciones ya sea por motivos internos de las empresas o por motivos exógenos atribuibles a escenarios económicos adversos, no existiría un impacto en los flujos de la empresa. La compañía mantiene adecuadamente documentadas estas obligaciones y un estrecho seguimiento sobre los flujos de las empresas relacionadas.

INSTRUMENTO

CUARTA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

	CLASES	MONTO (USD)	PLAZO	TASA FIJA ANUAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES
Características	G	6.000.000	2.160 días	8,50%	Trimestral con periodo de gracia de 360 días	Trimestral
	H	6.000.000	2.160 días	8,50%	Trimestral con periodo de gracia de 360 días	Trimestral
Tipo de emisión	Títulos desmaterializados					
Garantía	Los valores que se emitan contarán con garantía general del Emisor, conforme lo dispone el artículo 162 de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.					
Garantía específica	No					
Destino de los recursos	Los recursos obtenidos de la presente Emisión se destinarán en un 85% para financiar parte del capital de trabajo específicamente pago a proveedores y gastos operativos y administrativos de la empresa; y un 15% para inversión en activos fijos.					
Estructurador financiero y agente colocador	Silvercross S.A. Casa de Valores SCCV					
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE.					
Representantes de obligacionistas	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.					
Resguardos	<ul style="list-style-type: none"> Los activos reales sobre los pasivos exigibles deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo. 					
	<ul style="list-style-type: none"> No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. 					
	<ul style="list-style-type: none"> Mantener durante la vigencia de la Emisión, la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25, según lo establecido en el Artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera. 					
Límite de endeudamiento	Mantener una relación de pasivos con instituciones financieras y Mercado de Valores de hasta 2,5 veces el patrimonio de la compañía.					

Tabla 2: Resumen instrumento.

Fuente: INMOBILIARIA DEL SOL S.A. MOBILSOL **Elaboración:** GlobalRatings

El resumen precedente es un extracto del Informe de Calificación de Riesgos del Cuarta Emisión de Obligaciones de INMOBILIARIA DEL SOL S.A. MOBILSOL, realizado con base en la información entregada por la empresa y a partir de la información pública disponible.

Atentamente,

Ing. Hernán Enrique López Aguirre PhD(c)
Gerente General

PERFIL EXTERNO

ENTORNO MACROECONÓMICO

EXPECTATIVAS DE RECESIÓN

La economía mundial se contraerá significativamente al cierre de 2020 como consecuencia directa de la emergencia sanitaria, así como de las medidas de contención adoptadas para detener la propagación del virus. El impacto económico de la pandemia a nivel mundial fue peor al anticipado durante el primer semestre de 2020, y se espera una recuperación más lenta de la prevista inicialmente debido a las medidas persistentes de distanciamiento social, a cuarentenas más prolongadas en ciertas economías, y al fuerte golpe a la actividad productiva. Consecuentemente, el Fondo Monetario Internacional redujo su proyección de crecimiento de la economía mundial en 1,9 puntos porcentuales¹ con respecto a las previsiones presentadas en abril². Se espera, con un elevado grado de incertidumbre, una recuperación a partir de 2021.

CRECIMIENTO	FUENTE	2017	2018	2019	2020	2021
		Real			Proyectado	
Economía mundial	FMI	3,87%	3,60%	2,90%	-4,90%	5,40%
Economías avanzadas	FMI	2,51%	2,20%	1,70%	-8,00%	4,80%
Economías emergentes	FMI	4,83%	4,50%	3,70%	-3,00%	5,90%
América Latina	FMI	1,30%	1,10%	0,10%	-9,40%	3,70%
	Banco Mundial	1,90%	1,70%	0,80%	-7,20%	2,80%
Ecuador	FMI	2,37%	1,29%	0,05%	-10,90%	6,30%
	Banco Mundial	2,40%	1,30%	0,10%	-7,40%	4,10%
	Banco Central del Ecuador	2,37%	1,29%	0,05%	-8,14%*	
Ecuador PIB Nominal (millones USD)	Banco Central del Ecuador	104.296	107.562	107.436	96.512	
Ecuador PIB Real (millones USD)	Banco Central del Ecuador	70.956	71.871	71.909	66.057	

*Las estimaciones del Banco Central del Ecuador contemplan tres posibles escenarios de decrecimiento en un rango de -7,29% a -9,59%. La estimación de -8,14% resulta de un escenario medio/moderado.

Tabla 3: Evolución y proyecciones de crecimiento.

Fuente: Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial, Banco Central del Ecuador. **Elaboración:** Global Ratings

La región de América Latina y el Caribe será de las más afectadas durante 2020¹, alcanzando probablemente la peor recesión económica de las últimas décadas. Según la Comisión Económica para América Latina y El Caribe, la región afronta la pandemia desde una posición más débil que el resto del mundo³. Durante los últimos cinco años el desempeño económico de la región fue pobre y en 2020 se verá golpeado por el impacto significativo del virus sobre los sistemas de salud de la región, la disminución en la actividad de sus socios comerciales, la caída en los precios de los productos primarios, la interrupción en las cadenas de suministro, la menor demanda de turismo y el empeoramiento de las condiciones financieras globales.

La economía ecuatoriana creció aceleradamente entre 2010 y 2014, impulsada por el auge en el precio de los commodities⁴. Esta tendencia se revirtió a partir de 2015, por la caída en los precios del petróleo, la reducción del margen fiscal, la apreciación del dólar y la contracción de los niveles de inversión, y se acentuó para 2016 producto del terremoto en la Costa que contrajo la actividad productiva⁵. La economía ecuatoriana se recuperó a partir de 2017, y para 2018 creció en 1,29%. En 2019 la economía se vio afectada por la consolidación fiscal y el compromiso de ajuste ante el FMI, así como por los disturbios sociales, que le costaron al país 0,1 puntos porcentuales en el crecimiento⁶. Los datos del primer trimestre de 2020 reflejan una caída -2,4% en el PIB nacional, señal de que la economía presentaba problemas relacionados con el deterioro en los niveles de inversión, incluso antes de la llegada de la pandemia⁴.

Actualmente, las previsiones de crecimiento de organismos multilaterales, así como del Banco Central del Ecuador, se han revisado significativamente a la baja, en función del fuerte brote de la pandemia a inicios de la emergencia, la caída en el precio del crudo, la complicada situación fiscal y las medidas de confinamiento

¹ Fondo Monetario Internacional. (2020, junio). *World Economic Outlook Update: A Crisis Like No Other, An Uncertain Recovery*. Washington D.C.

² Fondo Monetario Internacional. (2020, abril). *World Economic Outlook, Chapter 1: The Great Lockdown*. Washington D.C.

³ Comisión Económica Para América Latina y El Caribe. (2020, marzo). *Informe Especial Covid-19, América Latina y El Caribe Ante la Pandemia del Covid-19: Efectos económicos y sociales*.

⁴ Banco Central del Ecuador. (2020, junio). *Boletín de Cuentas Nacionales Trimestrales del Ecuador No. 111*.

⁵ Comisión Económica para América Latina y El Caribe. (2016). *Estudio Económico de América Latina y el Caribe: Ecuador*.

⁶ El Comercio. (2020, febrero). *Ecuador buscará retirada 'gradual' de subsidios, reitera Richard Martínez*. <https://www.elcomercio.com/actualidad/ecuador-retirada-gradual-subsidios-combustibles.html>

adoptadas. Ecuador será la tercera economía con peor desempeño en el continente americano, precedida por Venezuela (-15,0%) y Perú (-13,9%).

PERSPECTIVAS DEL MERCADO DE PETRÓLEO

La paralización económica a nivel mundial, el exceso de oferta en el mercado y la dificultad para almacenar los altos excedentes generaron un desplome de los precios internacionales del crudo durante los primeros meses del año, llegando incluso a cotizarse en valores negativos durante el mes de abril⁷. La reactivación de ciertas economías a nivel mundial y los recortes en la producción que redujeron los niveles internacionales de existencias impulsaron una recuperación en los precios del crudo a partir de mayo de 2020. A la fecha del presente informe, el precio del petróleo WTI asciende a USD 42 por barril.

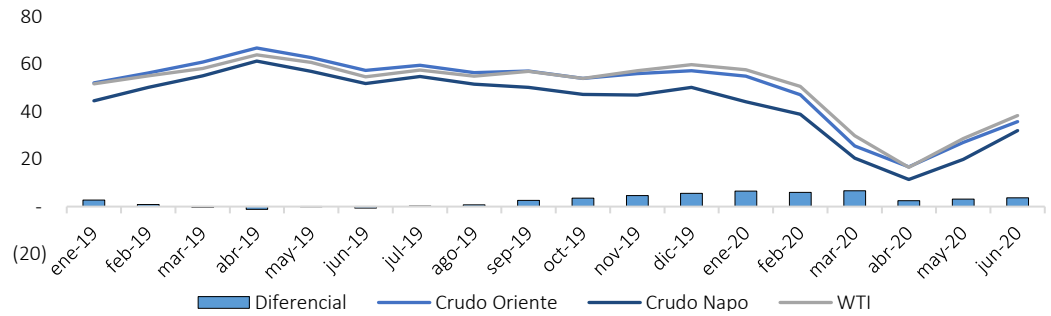


Gráfico 1: Evolución precios promedio del crudo ecuatoriano (USD).

Fuente: Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** Global Ratings

Para junio de 2020 el precio promedio de la canasta de crudo ecuatoriano creció en 32,82% con respecto al mes de mayo⁸. El diferencial entre el precio promedio del petróleo WTI y el de la canasta de crudo ecuatoriano, que mantuvo una tendencia creciente desde agosto de 2019, se redujo para abril de 2020 en función de la caída drástica del precio en mercados internacionales⁸. No obstante, el diferencial aumentó nuevamente a partir de mayo, alcanzando en junio los USD 3,76 por barril. La recuperación de los precios es fundamental para la venta local, considerando que el costo promedio de producción es de USD 23 por barril⁹.

Las exportaciones petroleras entre enero y mayo de 2020 cayeron en 51% frente al mismo periodo de 2019, producto del deterioro de los precios. Adicionalmente, en abril de 2020 las tuberías del Sistema de Oleoducto Transecuatoriano (SOTE) y del Oleoducto de Crudos Pesados (OCP) se rompieron, lo cual afectó la producción nacional¹⁰, obligó al país a aplicar la cláusula de fuerza mayor en sus contratos, y a postergar exportaciones. Las operaciones del SOTE y del OCP se reanudaron durante la primera semana de mayo, pero se suspendieron nuevamente a mediados de junio y julio como medidas preventivas. La proforma presupuestaria para 2020 se elaboró con un precio de USD 51,30 por barril, por lo que la caída en el valor de las exportaciones petroleras generará pérdidas por ingresos en 2020 que podrían ascender a USD 2.700 millones¹¹.

CRISIS FISCAL Y DEUDA PÚBLICA

El Estado ecuatoriano registró déficits fiscales durante los últimos 11 años, en respuesta a una agresiva política de inversión pública sumada a un mayor gasto corriente¹², que se mantuvo para años posteriores a pesar de la caída en los ingresos petroleros. Para 2018, el déficit fiscal registró el menor monto desde 2013, pero en 2019, una sobreestimación del nivel de ingresos tributarios (USD 724 millones por encima de la recaudación real¹³) y de monetización de activos, junto con un mayor gasto por el pago de intereses y por el aporte estatal a la Seguridad Social, incrementaron el monto del déficit fiscal.

⁷ BBC. (2020, abril). *Caída del precio del petróleo: el crudo estadounidense WTI se desploma y se cotiza por debajo de cero por primera vez en la historia.* <https://www.bbc.com/mundo/noticias-52362339>

⁸ Banco Central del Ecuador. (2020, julio). *Información Estadística Mensual No. 2021- Julio 2020.*

⁹ El universo. (2020, marzo). *Precio del petróleo ecuatoriano está por debajo del costo de producción.* <https://www.eluniverso.com/noticias/2020/03/19/nota/7787340/petroleo-crudo-ecuador-precio-produccion-crisis-economica>

¹⁰ El Comercio. (2020, abril). *Ecuador bajó la producción petrolera por rotura de oleoductos.* <https://www.elcomercio.com/actualidad/ecuador-produccion-petrolera-reduccion-oleoductos.html>

¹¹ Primicias. (2020, abril). *El impacto del Covid-19 en la economía tiene tres escenarios.* <https://www.primicias.ec/noticias/economia/impacto-covid-19-economia-escenarios/>

¹² El Universo. (2019, enero). *Ecuador cumplió diez años con déficit en presupuestos del Estado.* <https://www.eluniverso.com/noticias/2019/01/15/nota/7139165/decada-deficit-presupuestos-estado>

¹³ Servicio de Rentas Internas del Ecuador. *Estadísticas de Recaudación del Periodo Diciembre 2019.*

Si bien la recaudación tributaria alcanzó un máximo al cierre de 2019, para los meses de enero a julio de 2020 se contrajo debido al deterioro en los niveles de ventas, y al diferimiento en los pagos del impuesto a la renta. La paralización económica repercutirá en una menor recaudación en 2020, definida por la duración de las medidas restrictivas y su efecto sobre la capacidad productiva en el periodo de reactivación. El Ministerio de Finanzas estima una caída de USD 1.862 millones en los ingresos tributarios para 2020 que, junto con la caída en ingresos petroleros y de monetización de activos, le representarán al fisco una baja de USD 7.036 millones en los ingresos¹⁴. Se estima realizar un recorte en el presupuesto estatal para 2020 por USD 5.000 millones. No obstante, se prevé un déficit de más de USD 13.000 millones al término de este año¹⁵.

El gasto público elevado y el creciente déficit fiscal generaron una mayor necesidad de financiamiento, que impulsó al alza la deuda pública en los últimos años, superando el límite máximo permitido por ley. En 2019 la deuda pública creció en función de la emisión de bonos en mercados internacionales y del financiamiento con multilaterales, del cual el país se ha vuelto altamente dependiente durante la emergencia actual. Para junio de 2020, la deuda pública incrementó en USD 1.432 millones, y se concentró en acreedores externos.

En 2019, se firmó un acuerdo con el FMI por USD 4.200 millones, para apoyar los objetivos del Plan de Prosperidad (2018-2021). A cambio, el Estado se comprometió a reducir la necesidad de financiamiento y la relación entre la deuda y el PIB. Debido a los niveles de gasto público excesivos, la dificultad para hacer recortes sustanciales, y la caída en los ingresos prevista, la capacidad del Gobierno de implementar estímulos fiscales para compensar el deterioro en la oferta y demanda agregada depende de financiamiento externo. Con fecha 29 de abril de 2020, se canceló el acuerdo de Servicio Ampliado de Fondos (Extended Fund Facility) con el FMI, y se solicitaron recursos bajo la modalidad de Instrumento de Financiamiento Rápido (Rapid Financing Instrument). Actualmente, el país está negociando un nuevo programa de financiamiento con el FMI con base en un plan económico. En agosto de 2020 se llegó a un acuerdo con los tenedores de bonos internacionales, mediante el cual se redujo el stock de deuda en USD 1.500 millones, se incrementó el plazo a 12,7 años con 5 años de gracia para el pago de capital, y se disminuyó la tasa de interés de 9,3% a 5,2%. Asimismo, se gestionaron recursos de organismos multilaterales para afrontar la emergencia, que hasta junio de 2020 totalizaron cerca de USD 1.805 millones. Con el objetivo de recortar el gasto, en mayo de 2020 se reemplazó el subsidio a los combustibles por un mecanismo de banda de precios, atada al comportamiento de los precios internacionales.

INDICADORES FISCALES	PERIODO DE INFORMACIÓN	INDICADOR	VARIACIÓN INTERANUAL
Déficit fiscal (millones USD)	2019	-4.043,00	21,31%
Déficit fiscal (% PIB)	2019	-3,80%	-0,70%
Recaudación tributaria (millones USD)	2019	14.268,53	2,81%
Recaudación tributaria (millones USD)	enero - julio 2020	7.204,66	-18,15%
Deuda pública (millones USD)	junio 2020	58.768,69	5,12%
Deuda pública (% PIB)	junio 2020	60,89%	9,66%
Deuda interna (millones USD)	junio 2020	17.331,74	4,24%
Deuda externa (millones USD)	junio 2020	41.436,95	5,49%

Tabla 4 Evolución de Resultados del Presupuesto General del Estado.
Fuente: Ministerio de Finanzas; Elaboración: Global Ratings

PERCEPCIONES DE RIESGO SE DISPARAN

A partir de enero de 2020, el riesgo país de Ecuador presentó un comportamiento creciente, y se disparó tras el desplome en el precio del petróleo y el pedido de la Asamblea Nacional al ejecutivo de no pagar la deuda externa para destinar esos recursos a la emergencia sanitaria¹⁶. A la fecha del presente informe, el riesgo país cerró en 3.279 puntos, cifra que representa un incremento de 1.939 puntos en el transcurso de 2020. Ecuador mantiene el segundo índice más alto de América Latina, antecedido únicamente por Venezuela, cuyo riesgo país bordea los 35.000 puntos.

Moody's bajó la calificación crediticia del Ecuador de B3 a CAA1, y a CAA3 con perspectiva negativa en abril de 2020, mientras que Fitch redujo la calificación del país cuatro veces durante el año, de CCC el 20 de marzo,

¹⁴ El Universo. (2020, abril). *Ministro Richard Martínez explica que Ecuador tendrá caída de \$7000 millones de ingresos.*

<https://www.eluniverso.com/noticias/2020/04/15/nota/7814325/ministro-martinez-explica-que-ecuador-tendra-caida-7000-millones>

¹⁵ El Tiempo. (2020, mayo). *Ecuador arrastra déficit fiscal desde el año 2009.* <https://www.eltiempo.com.ec/noticias/actualidad/10/ecuador-arrastra-deficit-fiscal-desde-el-ano-2009>

¹⁶ El Comercio. (2020, marzo): *Riesgo país de Ecuador subió más de 2000 puntos en un día tras pedido de Asamblea de no pago de la deuda.* <https://www.elcomercio.com/actualidad/riesgo-pais-ecuador-subio-emergencia.html>

a CC el 24 de marzo, a C el 09 de abril y a RD el 20 de abril, tras la solicitud y aprobación del diferimiento del pago de intereses, que constituye un mecanismo de intercambio de deuda insolvente¹⁷.

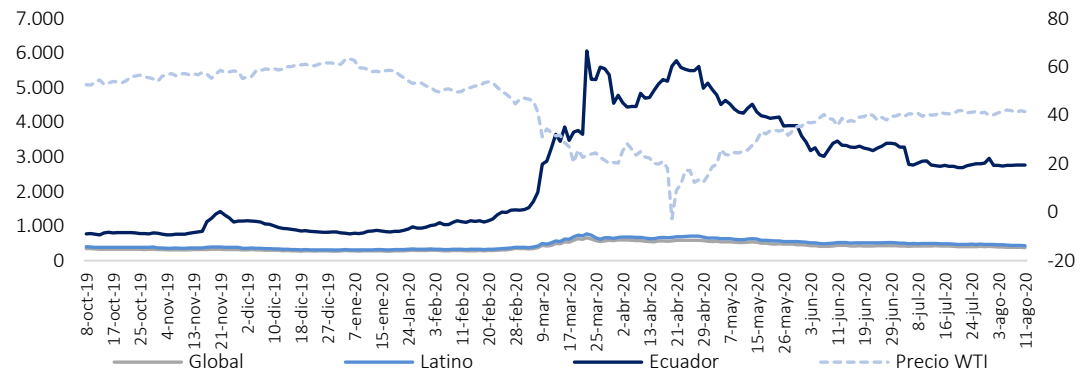


Gráfico 2: Evolución Riesgo País (EMBI).
Fuente: JPMorgan – BCRD; Elaboración: Global Ratings

La inversión extranjera en Ecuador ha sido históricamente débil, ubicándose por debajo de otros países de la región. Durante 2019, esta se contrajo en 34% y para el primer trimestre de 2020 se mantuvo estable con respecto al primer trimestre de 2019, con una disminución marginal de 3,39%. El 42,1% de la inversión extranjera directa se concentró en la explotación de minas y canteras (27% para el primer trimestre de 2020), mientras que los sectores de manufactura, agricultura, transporte y servicios concentraron el 11,4%, 10,4%, 10,5% y 9,8% de la inversión, respectivamente. Durante 2019, la inversión proveniente de la Comunidad Andina se contrajo en 68% con respecto a 2018 y totalizó USD 31,11 millones, la inversión de Estados Unidos se redujo en USD 19,34 millones (-20%) y los capitales europeos que ingresaron al país durante 2019 sumaron USD 369 millones, con una disminución de 23% con respecto a 2018¹⁸.

INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA	2016	2017	2018	2019	2020.I
Monto (millones USD)	756,14	624,56	1.455,97	937,62	202,50
% del PIB	1%	1%	1%	1%	1%

Tabla 5 Evolución Inversión Extranjera Directa (millones USD).
Fuente: Banco Central del Ecuador; Elaboración: Global Ratings

Bajo las condiciones actuales, con un riesgo país por encima de los niveles de la región, el país tiene gran dificultad para acceder a los mercados internacionales y atraer inversión, por el alto costo que representaría.

PARALIZACIÓN PRODUCTIVA: EMPLEO E INFLACIÓN

La Organización Mundial del Trabajo (OIT) prevé una pérdida de 195 millones de empleos a nivel mundial a causa de las medidas de confinamiento que deterioraron el capital empresarial. Específicamente en América Latina, uno de cada seis jóvenes perdió su trabajo durante la pandemia. La informalidad en la región es alarmante: cerca del 53% de trabajadores se emplean en el sector informal. Los sectores de servicios, basados en las relaciones interpersonales, representan el 64% del empleo en la región y el 47% de la fuerza laboral se emplea en micro, pequeñas y medianas empresas, por lo que se estima un deterioro en el empleo en la región y un incremento en el nivel de pobreza³.

INDICADORES LABORALES	2015	2016	2017	2018	2019	JUNIO 2020*
Desempleo	4,77%	5,21%	4,62%	3,69%	3,84%	13,27%
Empleo adecuado	46,50%	41,19%	42,26%	40,64%	38,85%	16,72%
Subempleo	14,01%	19,87%	19,82%	16,49%	17,79%	34,46%
Empleo no remunerado	7,66%	8,39%	9,00%	9,95%	10,92%	7,74%
Otro empleo no pleno	26,42%	25,12%	24,13%	28,82%	28,00%	25,23%

*Los resultados para junio de 2020 corresponden a la Encuesta Nacional de Empleo, Desempleo y Subempleo Telefónica, cuya metodología difiere de la empleada en periodos anteriores.

Tabla 6: Indicadores laborales Ecuador.
Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC); Elaboración: GlobalRatings

Los indicadores laborales en el país presentaron un deterioro para junio de 2020, debido a la paralización económica y a la crisis en el sector productivo. Se evidenció un incremento en el nivel de desempleo, una

¹⁷ Fitch Ratings. (2020, abril). Fitch Downgrades Ecuador to 'RD'. <https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/fitch-downgrades-ecuador-to-rd-20-04-2020>

¹⁸ Banco Central del Ecuador. (junio 2020). *Inversión Extranjera Directa, Boletín No. 71.*

disminución en la tasa de empleo adecuado y un mayor porcentaje de subempleo, producto de las medidas laborales adoptadas para reducir el impacto de la crisis¹⁹. Por lo tanto, se espera un deterioro en la calidad de vida de la población. De acuerdo con el Ministerio de Trabajo, aproximadamente 307.294 contratos fueron cancelados entre marzo y julio de 2020, de los cuales el 74% correspondió a empleados menores a 40 años. La OIT estima una pérdida de cerca de 850.000 empleos en el país hasta el cierre de 2020²⁰.

Se estima que las condiciones económicas actuales ejercerán una presión a la baja sobre los niveles de inflación, debido a la caída en la demanda agregada y en los precios del petróleo¹. Las perspectivas de inflación en América Latina se encuentran por encima del promedio mundial, en 6,20% para 2020 y en 5,90% para 2021², impulsadas por el incremento en precios registrado en Venezuela y Argentina.

INFLACIÓN	2017	2018	2019	JULIO 2019	JULIO 2020
Inflación mensual	0,18%	0,10%	-0,01%	0,09%	-0,61%
Inflación anual	-0,20%	0,27%	-0,07%	0,71%	-0,54%
Inflación acumulada	-0,20%	0,27%	-0,07%	0,25%	-0,23%

Tabla 7: Evolución de tasas de inflación en Ecuador.
 Fuente: INEC; **Elaboración:** GlobalRatings

El incremento en la tasa de inflación anual en Ecuador al cierre de 2019 refleja el deterioro en el empleo adecuado, que resulta en una menor demanda de bienes y servicios. La interrupción en la cadena de suministros impulsó al alza los niveles de precios en los primeros meses de la cuarentena, principalmente de los alimentos y bebidas no alcohólicas y los servicios de salud²¹. No obstante, la reactivación económica gradual en ciertos lugares del país impulsó a la baja los niveles de inflación para el mes de julio de 2020. El FMI prevé una inflación de 0,13% para el Ecuador en 2020, que incrementará a 2,26% en 2021². Por su parte, el Banco Mundial pronostica una inflación de 0% en 2020 y de 0,6% en 2021²².

LIQUIDEZ Y MERCADOS FINANCIEROS

La creciente aversión al riesgo y la demanda de activos líquidos durante los primeros meses de 2020, desplomaron los principales índices bursátiles a niveles similares a los de la crisis financiera de 2009 y causaron una salida masiva de capitales en la región de América Latina²². Las perspectivas favorables en cuanto a la evolución del coronavirus en ciertos países desarrollados y las políticas de reactivación económica impulsaron la mejora en los índices accionarios a partir del mes de abril, alcanzando en el segundo trimestre del año el mejor desempeño desde 1998. Los efectos de la crisis y de las políticas monetarias expansivas también se evidencian en la volatilidad de las monedas, con una depreciación de aquellas pertenecientes a economías emergentes, y una apreciación real del dólar estadounidense, el yen y el euro²².

MERCADOS FINANCIEROS	PERIODO DE INFORMACIÓN	MONTO (MILLONES USD)	VARIACIÓN MENSUAL	VARIACIÓN INTERANUAL
Oferta Monetaria (M1)	junio 2020	27.401	0,97%	10,84%
Especies monetarias en circulación	junio 2020	18.210	0,32%	14,92%
Depósitos a la vista	junio 2020	9.111	2,30%	3,60%
Liquidez total (M2)	junio 2020	59.394	0,75%	9,44%
Captaciones a plazo del sistema financiero	junio 2020	31.993	0,57%	8,26%
Colocaciones del sistema financiero	junio 2020	44.356	-0,04%	5,85%
Reservas internacionales	julio 2020	3.040	14,04%	-19,42%
Reservas bancarias	julio 2020	5.767	4,26%	26,78%
TASAS REFERENCIALES	PERIODO DE INFORMACIÓN	TASA (%)	VARIACIÓN MENSUAL	VARIACIÓN INTERANUAL
Tasa activa referencial	agosto 2020	9,03%	-0,09%	0,29%
Tasa pasiva referencial	agosto 2020	6,37%	0,13%	0,45%
Diferencial de tasas de interés	agosto 2020	2,66%	-0,22%	-0,16%

Tabla 8: Evolución de indicadores financieros en Ecuador (última fecha de información disponible).

Fuente: Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** Global Ratings

En el Ecuador, la posición de liquidez en la economía se mantuvo sólida a pesar de la paralización económica a raíz de la crisis sanitaria. Si bien en el mes de marzo se evidenció una contracción asociada a la disminución

¹⁹ Instituto Nacional de Estadística y Censos. (2020, agosto). *Encuesta Nacional de Empleo, Desempleo y Subempleo Telefónica*.

²⁰ El Universo. (2020, agosto). *227.037 personas menores de 40 años perdieron sus empleos en Ecuador entre marzo y julio en medio de la pandemia del COVID-19*. <https://www.eluniverso.com/noticias/2020/08/09/nota/7936188/empleo-ecuador-2020-desempleo>

²¹ Instituto Nacional de Estadística y Censos. (2020, mayo). *Índice de Precios al Consumidor, Mayo 2020*.

²² Banco Mundial. (2020, junio). *Global Economic Prospects*. Washington D.C.

de los ingresos fiscales, la disrupción en la cadena de pagos, y la crisis de liquidez del sector privado, a partir de abril se evidenció una recuperación en los niveles de liquidez y un cambio en la estructura que demuestra una mayor preferencia hacia la liquidez inmediata.

Las captaciones a plazo del sistema financiero nacional incrementaron sostenidamente durante el último año, lo que permitió a las entidades financieras hacer frente al shock económico relacionado con la paralización de actividades. Si bien las captaciones se redujeron en el mes de marzo, en función de la mayor necesidad de liquidez de los agentes económicos, a partir de abril se evidenció una recuperación, lo que resalta la confianza de los depositantes en el sistema financiero nacional. Los depósitos a plazo fijo incrementaron en 1,63% entre los meses de mayo y junio, mientras que los depósitos de ahorro disminuyeron en 0,68%, impulsados por el aumento de la tasa pasiva referencial a partir del mes de abril, con el objetivo de atraer un mayor monto de depósitos. A pesar de los diversos programas de crédito destinados a la reactivación económica impulsados por el Gobierno, las colocaciones del sistema financiero nacional se redujeron a partir del mes de marzo, pero para junio de 2020 evidencian un crecimiento con respecto al mismo periodo de 2019. El 23 de marzo de 2020 la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera resolvió que las entidades financieras del sector público y privado podrán cambiar las condiciones originalmente pactadas de las operaciones de crédito de los diferentes segmentos, sin generar costos adicionales para los clientes y sin afectar su calificación crediticia. Asimismo, en abril de 2020 la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera permitió diferir los pagos a tenedores de instrumentos de renta fija con aprobación de dos tercios de los votos.

En el marco del acuerdo con el FMI, Ecuador se comprometió a incrementar el monto de Reservas Internacionales, para respaldar la totalidad de los depósitos bancarios en el Banco Central y la moneda fraccionaria en circulación. En marzo, las reservas internacionales cayeron producto de la emergencia sanitaria y la falta de recursos del Gobierno, pero a partir de abril incrementaron debido al financiamiento externo recibido, principalmente de organismos multilaterales. El monto de reservas internacionales en julio de 2020 cubrió en 51,98% a los pasivos monetarios de la entidad y en 52,71% a las reservas bancarias, situación que representa un alto riesgo de liquidez ante la falta de respaldo en el Banco Central⁸.

SECTOR EXTERNO

La balanza comercial de Ecuador en 2019 registró un superávit en función de un incremento en las exportaciones no petroleras, que representaron el 61% de las exportaciones totales, asociadas a productos tradicionales, fundamentalmente camarón, así como de menores importaciones, principalmente no petroleras, señal de una mejora productiva a nivel nacional. Los primeros meses de 2020 se caracterizaron por una importante demanda de productos ecuatorianos en mercados internacionales, principalmente asiáticos, lo que impulsó al alza las exportaciones no petroleras. No obstante, la crisis asociada al coronavirus deterioró el comercio internacional y generó problemas en la capacidad operativa de las industrias, afectando directamente al sector exportador. Durante el segundo trimestre de 2020, las exportaciones no petroleras, que representaron cerca del 82% del total, se redujeron en 21% con respecto al primer trimestre de 2020 y en 27% frente al segundo semestre de 2019, con menores envíos de camarón, banano, cacao y atún, entre otros. Las interrupciones en las cadenas de suministro internacionales también disminuyeron el nivel de importaciones, por lo cual se registró un superávit comercial hasta junio de 2020.

BALANZA COMERCIAL	2017	2018	2019	ENE-JUN 2019	ENE-JUN 2020
Exportaciones	19.092	21.628	22.329	11.008	9.508
Exportaciones petroleras	6.920	8.802	8.680	4.380	2.268
Exportaciones no petroleras	12.173	12.826	13.650	6.628	7.240
Importaciones	19.033	22.106	21.509	10.893	8.231
Importaciones petroleras	3.201	4.343	4.159	2.143	1.293
Importaciones no petroleras	15.832	17.763	17.350	8.750	6.938
Balanza comercial	59	-478	820	115	1.277
Balanza petrolera	3.719	4.459	4.521	2.237	975
Balanza no petrolera	-3.660	-4.937	-3.701	-2.122	302

Tabla 9 Evolución de balanza comercial Ecuador (millones USD).

Fuente: Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** Global Ratings

Con lo antes expuesto se da cumplimiento a lo establecido en el Numeral 1, Artículo 11, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, es opinión de GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A., que el entorno mundial, regional y del Ecuador presenta tendencias de crecimiento conservadoras de acuerdo a las estimaciones realizadas y publicadas por el Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial, CEPAL y Banco Central del Ecuador.

SECTOR COMERCIAL

El sector comercial constituye uno de los principales dinamizadores de la economía. El desarrollo del sector comercial ha estado marcado por los avances tecnológicos, que han simplificado las operaciones de negocio y modificado la interacción con los consumidores. Sin embargo, la tecnología no ha podido reemplazar a los mecanismos de comercio tradicionales, que influyen en la lealtad del consumidor y la participación de mercado, lo cual genera oportunidades diversas para el sector. Dada la condición actual en el Ecuador, marcada principalmente por las restricciones a la movilidad decretadas en marzo 2020, el comercio electrónico ha ganado participación y se ha convertido en una oportunidad de crecimiento.

De acuerdo con el Instituto Nacional de Estadística y Censos, el sector comercial comprende la venta al por mayor y al por menor de todo tipo de productos, y la prestación de servicios accesorios a la venta de dichos productos²³. La venta al por mayor y menor constituye la etapa final de la distribución de productos intercambiados o mercancías, y, por lo tanto, mantiene una relación directa con el proceso productivo a nivel de todas las industrias.

A partir de la dolarización en el Ecuador, el sector comercial mantuvo un crecimiento sostenido y alcanzó una tasa de variación anual promedio de 3,43% entre 2001 y 2008. En el año 2008, el aumento de la inversión y el consumo privado impulsaron al sector comercial que alcanzó un crecimiento máximo de 10,76%. Tras mantener un crecimiento ininterrumpido entre 2010 y 2014, para 2015 el comercio se contrajo en 0,71%, principalmente debido a la imposición de las salvaguardias. y a la estrecha relación del sector con los productos importados. La retracción del comercio se extendió hasta 2016, año en que se evidenció una caída de 3,97% en el PIB del sector²⁴.

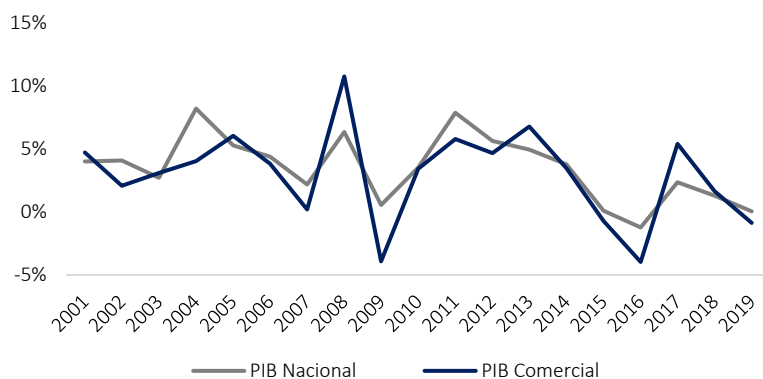


Gráfico 3: Crecimiento anual del PIB real.
Fuente: Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** Global Ratings.

Para 2017, el sector alcanzó un crecimiento real de 5,40%, señal de dinamización de la economía y recuperación del consumo privado, y para 2018, el crecimiento anual fue de 2,04%. Para 2019, el PIB del sector fue de USD 10.146,24 millones que implica una reducción de 0,17% con respecto al año anterior. El crecimiento del sector comercial durante 2017 y 2018 fue superior al de la economía nacional, sin embargo, en los últimos años la actividad comercial se ha reducido. Al cuarto trimestre de 2019, el Valor Agregado

²³ INEC. *Manual de Usuario CIU – Clasificación Industrial Internacional Uniforme*. http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Poblacion_y_Demografia/CPV_aplicativos/modulo_cpv/CIU4.0.pdf

²⁴ Banco Central del Ecuador. (2019, octubre). *Cuentas Nacionales Trimestrales del Ecuador – Boletín No. 1010, 2000.I – 2019.IV*.

Bruto alcanzó USD 2.501,41 millones en términos nominales, que representa una disminución de 0,3% con respecto al trimestre anterior y una variación anual decreciente de 0,76%.

Esta evolución está relacionada con la desaceleración de la actividad económica de varios sectores, ya que su estructura es el resultado de la suma de los márgenes comerciales²⁵. El sector se ha visto gravemente afectado por la emergencia sanitaria provocada por el Covid-19. De acuerdo con Iván Ontaneda, ministro de Producción, Comercio Exterior, Inversión y Pesca, las pérdidas en el sector comercial superaron los USD 350 millones en la primera semana de inactividad y se estima que llegaron a USD 884 millones al cierre del mes de marzo. Aproximadamente el 70% de las operaciones productivas han sido paralizadas. La mayoría de los pedidos de exportación y las órdenes de compra han sido canceladas, lo cual ha impactado en gran medida en la cadena de suministros involucrados en el sector de exportaciones²⁶, que ha presentado problemas de iliquidez, debido al incumplimiento de los pagos, especialmente aquellos provenientes de Asia. Las industrias más afectadas son la bananera y camaronera, que venden su producto a China, entre enero y noviembre de 2019, por USD 1.925 millones y USD 211 millones, respectivamente²⁷. El sector florícola también está dentro de los más afectados.

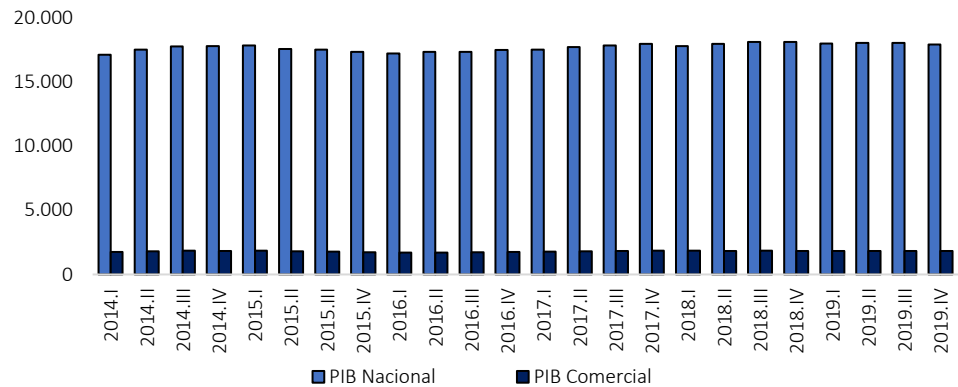


Gráfico 4: Evolución trimestral del PIB real (USD millones).

Fuente: Banco Central del Ecuador; Elaboración: Global Ratings.

Al cierre de 2018, el sector comercial fue el tercer sector más grande, con una participación de 10,26% dentro del PIB nacional. Para 2019, la participación del sector comercial dentro del PIB nacional fue de 10,16%, antecedido por el sector manufacturero y precedido por el de enseñanzas y servicios de salud y el de construcción, con participaciones de 8,92% y 8,17%, respectivamente²⁴.

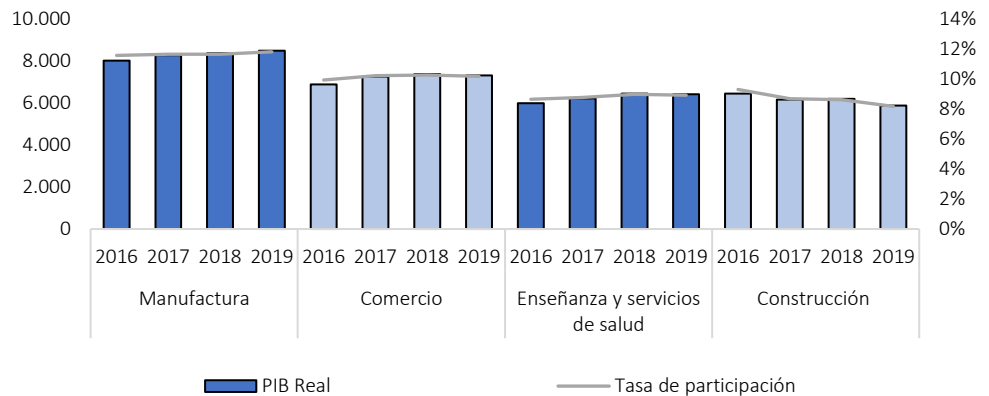


Gráfico 5: Evolución PIB y participación por sector

Fuente: Banco Central del Ecuador; Elaboración: Global Ratings.

²⁵ BCE Boletín Enero 2020. <https://www.bce.fin.ec/index.php/boletines-de-prensa-archivo/item/1339-la-econom%C3%ADa-ecuatoriana-decreci%C3%B3-01-en-el-tercer-trimestre-de-2019>

²⁶ RUEDA DE PRENSA (MAR 24, 2020). IVÁN ONTANEDA, MINISTRO DE PRODUCCIÓN, COMERCIO EXTERIOR, INVERSIONES Y PESCA.

²⁷ El Universo (2020, marzo 7). Iliquidez, el "síntoma" del sector exportador ecuatoriano porvocado por el coronavirus.

<https://www.eluniverso.com/noticias/2020/03/07/nota/7770504/coronavirus-china-pagos-exportaciones-ecuador-ministerio-produccion>

Adicionalmente, durante el 2018, las ventas alcanzadas por las empresas ecuatorianas fueron de USD 151.003 millones, monto que superó en 38% al PIB nacional de 2018, y representó un incremento de 4,1% en comparación con las de 2017²⁸.

Entre enero y septiembre de 2019, los negocios que comercializan productos de primera necesidad registraron un aumento en la facturación del 7,51% frente al mismo periodo de 2018. A pesar de que los negocios que comercializan artículos electrónicos, electrodomésticos, ropa, zapatos, accesorios y otros gravados con IVA arrancaron bien el año, a partir de junio registraron una caída en sus ventas. Entre enero y septiembre de 2019, las ventas de este tipo de negocios se contrajeron en 0,67% frente al mismo periodo de 2018. Se estima que, durante el mes de octubre de 2019, las ventas de distintos sectores cayeron en aproximadamente 36%, producto del paro nacional que restringió el comercio a nivel nacional. Actualmente, la situación del sector comercial es compleja debido a la restricción en la movilidad impuesta por la emergencia sanitaria en marzo de 2020. De acuerdo con la Cámara de Comercio de Guayaquil, las pérdidas del sector comercial superan los USD 3.526 millones a causa de la paralización. No obstante, se ha evidenciado un crecimiento significativo en las ventas a través de herramientas de comercio electrónico como aplicaciones móviles y páginas web. El 21 de abril, el Ministerio de Producción, Comercio Exterior, Inversiones y Pesca aceptó la propuesta realizada por la Federación de Cámaras de Comercio del Ecuador y la Cámara de Comercio de Guayaquil, en la que se solicitó permitir la reapertura de ciertas categorías de negocios a través de atención online y con entrega a domicilio. Estas categorías incluyen electrodomésticos, aparatos electrónicos, muebles, artículos de ferretería y hogar, prendas de vestir, productos cosméticos y de belleza, repuestos de vehículos, juguetes, papelería y librería, entre otros²⁹. Con el objetivo de reactivar la actividad del sector, la Cámara de Comercio de Guayaquil entregó al Ministerio de Producción, Comercio Exterior, Inversiones y Pesca un protocolo de prevención Covid-19 en empresas comerciales o servicios.

Para monitorear el comportamiento de un determinado sector productivo, el INEC utiliza el **Índice de Nivel de Actividad Registrada**, que indica el desempeño económico-fiscal mensual de los sectores y actividades productivas de la economía nacional. Para esto, se utiliza un indicador estadístico que mide el comportamiento de las ventas corrientes en un mes determinado, comparado con las ventas del mismo mes, pero de un periodo base (Año 2002=100)³⁰. Para febrero de 2020, el Índice de Nivel de Actividad Registrada del comercio al por mayor y menor se ubicó en 93,11 puntos, cifra que representa una disminución interanual de 1,82% y una caída mensual de 10,25%. Se espera que los niveles de actividad del sector comercial a partir de marzo de 2020 se deterioren como consecuencia de la paralización económica.

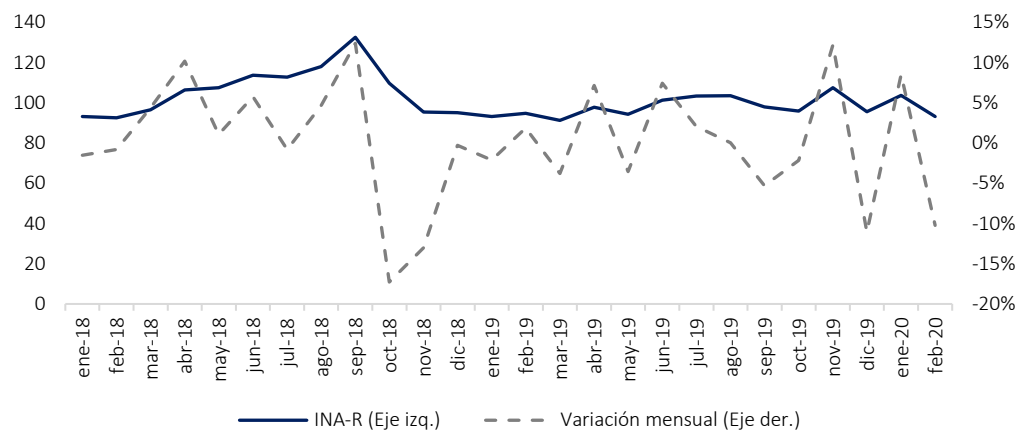


Gráfico 6: INA-R del sector Comercio al por mayor y menor
Fuente: INEC; **Elaboración:** Global Ratings.

²⁸ El Universo. (2019, marzo 4). *Ventas de las empresas crecieron 4,1% en 2018 en Ecuador*. <https://www.eluniverso.com/noticias/2019/03/04/nota/7216916/ventas-empresas-crecieron-41-2018>

²⁹ El Universo. (2020, abril). *Una parte del comercio se incluye en primera etapa de reapertura*. <https://www.eluniverso.com/noticias/2020/04/21/nota/7819773/parte-comercio-se-incluye-primera-etapa-reapertura>

³⁰ Metodología INA-R, marzo 2017, extraído de: <http://www.ecuadorencifras.gob.ec/indice-de-nivel-de-la-actividad-registrada/>

Para febrero de 2020, el Índice de Confianza del Consumidor, que mide el grado promedio de optimismo del consumidor ecuatoriano, evidenció una recuperación mensual de 0,1 puntos, alcanzando un valor de 37,01³¹. Esto representa una disminución de 1,9 puntos frente a febrero de 2019.

En cuanto al mercado laboral, el último año reflejó estabilidad en el nivel de empleo del sector. El **Índice de Puestos de Trabajo**, que mide el número de personal ocupado, empleados y obreros en las actividades relacionadas con el comercio al por mayor y menor, se ubicó en 87,14 puntos en febrero de 2020³². A pesar de la implementación de nuevas tecnologías de comercialización, existió estabilidad de los puestos de trabajo durante el último año. En un futuro, los puestos de empleo en el sector comercial demandarán capacidades relacionadas con la tecnología, el análisis de grandes bases de datos (*big data*), la inteligencia artificial y el manejo de redes sociales, lo cual se relaciona directamente con el marketing digital y el comercio electrónico.

Por otro lado, el **Índice de Horas de Trabajo**, que mide el número de horas empleadas por el personal en las actividades laborales de comercio al por mayor y menor, se ubicó en 79,80 en el mes de febrero de 2020³². Este valor constituye una caída de 9,92% con respecto al mes de enero de 2020, y de 6,35% frente al mes de febrero de 2019. Por su parte, el **Índice de Remuneraciones**, que mide la evolución de las remuneraciones por hora trabajada percibidas por el personal ocupado en las actividades de comercio al por mayor y menor, fue de 111,29 en el mes de febrero de 2020³², cifra que constituye un incremento de 10,25% frente a enero de 2020, y de 6,93% con respecto a febrero de 2019.

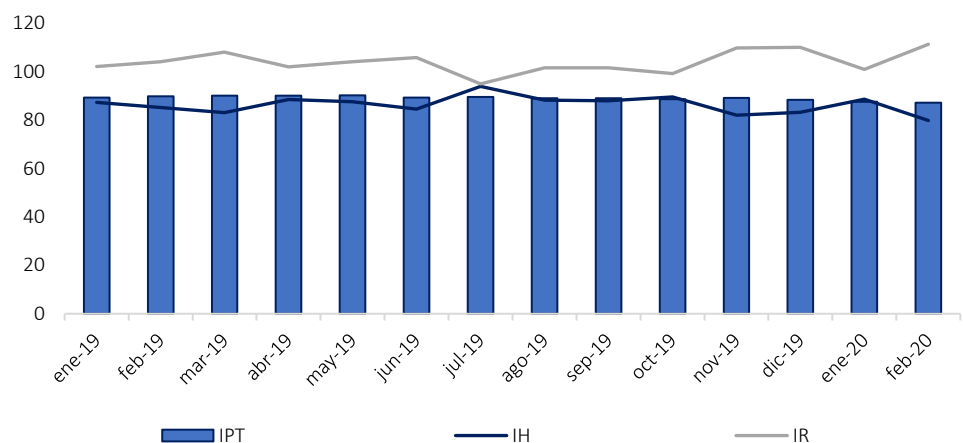


Gráfico 7: Índice de puestos de trabajo, Índice de horas trabajadas e Índice de remuneraciones (comercio al por mayor y menor)
Fuente: INEC; **Elaboración:** Global Ratings

Para diciembre de 2019, el 17,93% de la población empleada del país se ocupó el sector comercial³³. Esto lo consolidó como el segundo sector con mayor generación de empleo en el país, antecedido únicamente por el sector de la agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca. Para marzo 2020 a nivel nacional, 253.000 empleados pasaron a una modalidad de trabajo en casa y 1.572 compañías aplicaron la suspensión de la jornada laboral, de las cuales 361 pertenecen al sector comercial³⁴.

SECTOR	mar-19	jun-19	sep-19	dic-19
Agricultura, ganadería, caza, y silvicultura y pesca	30,11%	29,77%	29,68%	29,41%
Comercio	17,52%	18,30%	18,55%	17,93%
Manufactura	10,48%	10,26%	9,99%	10,32%
Construcción	6,15%	5,80%	5,76%	6,08%
Enseñanza y servicios sociales y de salud	6,50%	6,45%	6,60%	6,69%
Otros	29,24%	29,43%	29,42%	29,56%
Total	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Tabla 10 Porcentaje de empleo por sector.
Fuente: INEC; **Elaboración:** Global Ratings

En cuanto al financiamiento del sector, durante primer trimestre de 2020, del total de empresas que operaron en el sector comercial, el 11% solicitó crédito, convirtiéndolo en el mayor solicitante de crédito en

³¹ Banco Central del Ecuador. (2020, febrero). *Índice de Confianza del Consumidor ICC – No. 123*. <https://www.bce.fin.ec/index.php/component/k2/item/320-~Adiscretionary%20%7B-%7D%7B%7D%7B%7Dndice-de-confianza-del-consumidor>

³² INEC. (2019, septiembre). *Histórico IPT – IH – IR*. <http://www.ecuadorencifras.gob.ec/historicos-ipt-ih-ir/>

³³ INEC. (2019). *Encuesta Nacional de Empleo, Desempleo y Subempleo – diciembre 2018*. <http://www.ecuadorencifras.gob.ec/empleo-diciembre-2018/>

³⁴ El Universo (2020, mayo 23). *2000 empresas pararon o redujeron su trabajo por coronavirus en Ecuador*. <https://www.eluniverso.com/noticias/2020/03/22/nota/7791549/jornada-laboral-trabajadores-sueldos-reduccion-suspension>

el país, seguido de las industrias, con una demanda de 10%. El 20% de las empresas grandes que operan en el sector comercial demandaron crédito durante el cuarto trimestre, comparado con el 5% de las pymes y el 4% de las microempresas. Del monto total de crédito otorgado a empresas del sector comercial, el 79% fue destinado para capital de trabajo, el 7% a la inversión y adquisición de activos, el 9% a la reestructuración y pago de deudas, y el 5% a operaciones de comercio exterior. Dentro de las empresas que no solicitaron crédito el 33% fue porque no necesitó crédito, el 34% de las empresas se financió con recursos propios, el 21% ya posee un crédito vigente y el 6% debido al entorno macroeconómico nacional, entre otras razones.³⁵

A diciembre de 2018, el volumen de crédito otorgado por instituciones financieras públicas y privadas a las empresas del sector comercial alcanzó los USD 8.069,13 millones³⁶. Esto constituye un incremento de 12,50% con respecto a 2017. Asimismo, este monto representa el 25,89% del crédito total colocado entre enero y diciembre de 2018 a nivel nacional. Para 2019, el crédito colocado en el sector comercial ascendió a USD 8.717 millones, monto que representa el 26,83% del total colocado a nivel nacional, y que supone un incremento de 8,04% con respecto al año anterior.

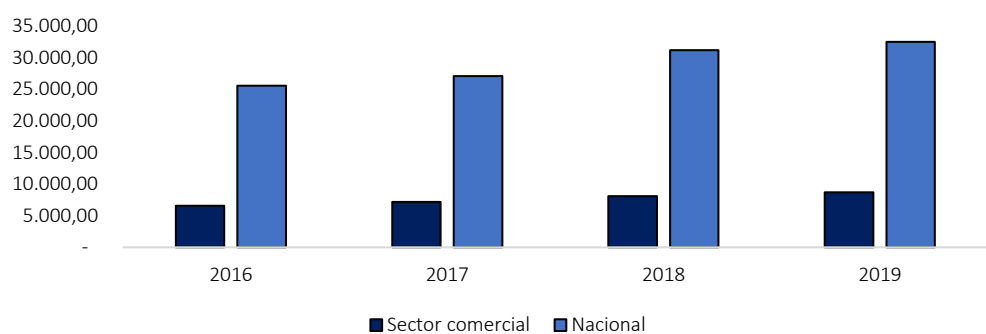


Gráfico 8: Volumen de crédito colocado (millones USD)

Fuente: Superintendencia de Bancos del Ecuador;

Elaboración: Global Ratings

Debido a los incidentes provocados por el Covid-19 y la consecuente crisis global, se esperan índices económicos aún más desfavorables para todos los sectores de la economía incluyendo el comercial. En marzo de 2020, los Directorios Ejecutivos del Banco Mundial y la Junta de Directores de la Corporación Financiera Internacional acordaron aumentar a USD 14.000 millones el paquete de desembolso acelerado para ayudar a las empresas y los países más afectados por la pandemia. El IFC aumentará el paquete de financiamiento afín al Covid-19 de USD 6.000 millones a USD 8.000 millones, de los cuales USD 2.000 millones serán destinados concretamente al área comercial. El principal objetivo es asistir a las pequeñas y medianas empresas involucradas en la cadena de suministro a nivel internacional³⁷.

El análisis de las fuerzas competitivas de la industria comercial refleja que existe un bajo poder de negociación de los proveedores. Esto se debe a que el sector comercial comprende la venta al por mayor y menor de todo tipo de productos y servicios, por lo que existe una gran variedad de oferta a nivel nacional. Por el contrario, el poder de negociación de los compradores es alto, debido a la cantidad de empresas dedicadas a la venta de productos, así como a la disponibilidad de productos sustitutos en el mercado; si el mercado considera que la relación de precio y calidad de un producto no es adecuada, puede recurrir a productos de unidades comerciales competidoras o que oferten productos sustitutos.

Es importante señalar que la elasticidad en el sector es alta; es decir, los consumidores tienen un alto grado de reacción en cuanto a la cantidad demandada ante un incremento de los precios. En este sentido, cuando incrementan los precios de productos de segunda necesidad, la cantidad demandada de los mismos disminuye, ya que no son imprescindibles. Cuando incrementan los precios de productos de primera

³⁵ Banco Central del Ecuador. *Reporte Trimestral de Oferta y Demanda de Crédito – Primer Trimestre 2020*. <https://www.bce.fin.ec/index.php/component/k2/item/324-encuesta-trimestral-de-oferta-y-demanda-de-cr%C3%A9dito>

³⁶ Superintendencia de Bancos. Volumen de crédito. http://estadisticas.superbancos.gob.ec/portalestadistico/portalestudios/?page_id=327 - Datos de Enero-octubre 2019

³⁷ Banco Mundial. (2020, marzo 17). *La respuesta del grupo banco mundial a la covid-19 aumenta a USD 14 000 millones para ayudar a sostener las economías y proteger el empleo*. <https://www.bancomundial.org/es/news/press-release/2020/03/17/world-bank-group-increases-covid-19-response-to-14-billion-to-help-sustain-economies-protect-jobs>

necesidad que se venden al por mayor y menor en el mercado nacional, la población recurre a productos inferiores o a sustitutos que cumplan la misma función, pero representen un costo más bajo.

En cuanto a la amenaza de nuevos participantes, las barreras de entrada al sector comercial son bajas, pero dependen del negocio específico al que se dedique la empresa. Existe un beneficio en términos de economías de escala; muchas veces las empresas que se dedican a la venta al por mayor de un producto determinado, adquiere los productos de sus proveedores en masa, lo cual puede disminuir los costos en comparación con empresas minoristas que demandan una cantidad de producto inferior. Sin embargo, el tamaño del sector permite un fácil acceso a proveedores y canales de distribución. En general, la inversión inicial no es tan elevada en comparación con otros sectores de la economía; no obstante, depende del tipo de producto o servicio que se comercialice.

Con lo antes expuesto se da cumplimiento a lo establecido en el Numeral 1, Artículo 11, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, es opinión de Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. que la compañía mantiene una buena participación de mercado y un nivel de ingresos por ventas adecuado dentro del sector en el que opera.

PERFIL INTERNO

GOBIERNO Y ADMINISTRACIÓN

El objetivo del presente informe es entregar la calificación de la Cuarta Emisión de Obligaciones INMOBILIARIA DEL SOL S.A. MOBILSOL como empresa dedicada a la compra, venta, administración, anticresis, explotación de inmuebles urbanos y rurales., a través de un análisis detallado tanto cuantitativo como cualitativo de la solvencia, procesos y calidad de cada uno de los elementos que forman parte del entorno, de la compañía en sí misma y del instrumento analizado.



Gráfico 9: Historia de la compañía

Fuente: INMOBILIARIA DEL SOL S.A. MOBILSOL.; **Elaboración:** GlobalRatings

Mall del Sol (INMOBILIARIA DEL SOL S.A. MOBILSOL) tiene 25 años en el mercado ecuatoriano, no tiene subsidiarias y es parte del grupo de empresas del Consorcio Nobis ejerciendo la participación en el área inmobiliaria, turística y comercial dentro de la denominada “Ciudad del Sol”.

INMOBILIARIA DEL SOL S.A. MOBILSOL tiene como misión “trabajar con eficiencia, ética, creatividad y disciplina para generar riqueza en forma productiva, capacitando y motivando a sus colaboradores, con la finalidad de potencializar la Operación Comercial de sus unidades de concesión, a través del permanente estímulo, seguridad y confort que sus instalaciones ofrecen a sus visitantes”. Y su visión es “constituir al

centro comercial Mall del Sol como la mejor opción de compra a nivel local mediante ofertas de bienes y servicios de alta categoría”.

A la fecha del presente informe, la compañía cuenta con un capital social de USD 14,359 millones, con acciones ordinarias y nominativas de USD 1,00 cada una. En lo que respecta al compromiso de los accionistas, es opinión de GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. que éstos están comprometidos, hecho que se refleja en la fortaleza patrimonial que ha mantenido la compañía históricamente y del grupo del que son parte.

INMOBILIARIA DEL SOL S.A. MOBILSOL	NACIONALIDAD	CAPITAL (USD)	PARTICIPACIÓN
Beauport S.A.	Ecuador	10.212.234,00	71,12%
Ekua Investments S.A.	Costa Rica	2.431.106,00	16,93%
Inversión y Desarrollo Invede S.A.	Ecuador	1.716.075,00	11,95%
Total		400.000	100,00%
BEAUPORT S.A.	NACIONALIDAD	CAPITAL (USD)	PARTICIPACIÓN
Unionar S.A.	Uruguay	9.578.931,00	100,00%
Vindelcorp S.A.	Ecuador	5	0,00%
Total		9.578.936	100,00%
INVERSIÓN Y DESARROLLO INVEDE S.A.	NACIONALIDAD	CAPITAL (USD)	PARTICIPACIÓN
Corporación Favorita C.A.	Ecuador	9.132.195,00	52,18%
El Rado Holdings LLC	Estados Unidos de América	6.041.697,00	34,52%
Girasol Holdings LLC	Estados Unidos de América	699.996,00	4,00%
Ferri Saa de Wright María Mónica	Ecuador	437.500,00	2,50%
Empresa de Inversión Sagitario Emins Corp. S.A.	Costa Rica	350.003,00	2,00%
Tierra Máxima Trust	Estados Unidos de América	350.003,00	2,00%
Pachano Bertero Abelardo Antonio	Ecuador	296.801,00	1,70%
Apolo Tinoco Lastenia María	Ecuador	174.999,00	1,00%
Wesf Assets Foundation LLC	Estados Unidos de América	16.805,00	0,10%
Schettini Peñaherrera Laura	Ecuador	1	0,00%
Total		38.280	100,00%
EKUA INVESTMENTS S.A.	NACIONALIDAD	CAPITAL (USD)	PARTICIPACIÓN
Noboa Ponton María Elena	Ecuador	2.431.106,00	100,00%
Total		2.431.106	100,00%

Tabla 11: Estructura accionarial hasta la persona natural.

Fuente: SCVS; Elaboración: GlobalRatings

En cuanto a la referencia de empresas vinculadas, según lo establecido en el Numeral 3, Artículo 2, Sección I, Capítulo I, Título XVIII del Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y Seguros expedidas por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera se detalla las compañías que presentan vinculación representativa en otras compañías, ya sea por accionariado o por administración. Las personas naturales que en definitiva conforman la compañía se muestran con amplia trayectoria empresarial, evidenciada a través de las numerosas compañías que administran y/o son dueñas.

COMPAÑÍAS RELACIONADAS	VINCULADO	TIPO DE VINCULACIÓN	SITUACIÓN LEGAL
Codana S.A.	Beauport S.A.	Accionariado	Activa
Mascardi S.A.	Beauport S.A.	Accionariado	Activa
Granrio Sociedad Anonima Civil	Beauport S.A.	Accionariado	Activa
Carbogas S.A.	Beauport S.A.	Accionariado	Activa
Promotores Inmobiliarios PRONOBIS S.A.	Beauport S.A.	Accionariado	Activa
Distribuidora de Productos Milagro S.A. DISPRODUCSA	Beauport S.A.	Accionariado	Activa
Hacienda San Rafael S.A. (H.S.R.)	Beauport S.A.	Accionariado	Activa
Cosmocenter S.A.	Beauport S.A.	Accionariado	Activa
Marisabelcorp S.A.	Beauport S.A.	Accionariado	Activa
Bamboo Export S.A. BAMPORT	Beauport S.A.	Accionariado	Activa
Ecoelectric S.A.	Beauport S.A.	Accionariado	Activa
Corphidro S.A.	Beauport S.A.	Accionariado	Activa
Wulfbi S.A.	Beauport S.A.	Accionariado	Activa
Naracorp S.A.	Beauport S.A.	Accionariado	Activa
Anyimp S.A.	Beauport S.A.	Accionariado	Activa
Centro de Negocios Ejecutivos ICONCLUB S.A.	Beauport S.A.	Accionariado	Activa
Genviplacorp S.A.	Beauport S.A.	Accionariado	Activa
Pachakay S.A.	Beauport S.A.	Accionariado	Activa
Compañía Azucarera Valdez SA	Beauport S.A.	Accionariado	Activa
Village Plaza S.A. Viplasa	Inversión y Desarrollo Invede S.A.	Accionariado	Activa

Meliquina S.A.	Consorcio Nobis S.A.	Administración	Activa
Compañía azucarera Valdez	Consorcio Nobis S.A.	Administración	Activa
Compañía azucarera Valdez	Consorcio Nobis S.A.	Administración	Activa
Promotores Inmobiliarios PRONOBIS S.A.	Consorcio Nobis S.A.	Administración	Activa
Negocentro S.A.	Consorcio Nobis S.A.	Administración	Activa
Solcentro S.A.	Consorcio Nobis S.A.	Administración	Activa
Tecnobis S.A.	Consorcio Nobis S.A.	Administración	Activa
Bamboo Export S.A. Bamport	Consorcio Nobis S.A.	Administración	Activa
Ecoelectric S.A.	Consorcio Nobis S.A.	Administración	Activa
Mornin S.A.	Consorcio Nobis S.A.	Administración	Activa
Centro De Negocios Ejecutivos Iconclub S.A.	Consorcio Nobis S.A.	Administración	Activa
Compañía De Negocios Y Propiedades Gran Condor Conprogra Cia.Ltda.	Consorcio Nobis S.A.	Administración	Activa
Ecuarealtor S.A.	Consorcio Nobis S.A.	Administración	Activa
Startup Lab S.A.	Consorcio Nobis S.A.	Administración	Activa
Industrias Alimenticias La Universal Unisweets S.A.	Consorcio Nobis S.A.	Administración	Activa
Pachakay S.A.	Consorcio Nobis S.A.	Administración	Activa
Six Star Hotels Ssh S.A.	Consorcio Nobis S.A.	Administración	Activa
Grosnel S.A.	Zavala Intriago Bruno Miguel	Administración	Activa
Triestecorp S.A.	Inversión y desarrollo INVEDE S.A.	Administración	Activa

Tabla 12; Compañías relacionadas por administración y/o accionariado

Fuente: SCVS; **Elaboración:** GlobalRatings

El Gobierno de la Compañía estará a cargo de la Junta General de Accionistas, constituye su Órgano Supremo. La Administración de la compañía está a cargo del Presidente, del Gerente General y de los Gerentes. La Representación Legal de la compañía estará a cargo del Gerente General y/o Presidente, quiénes podrán ser o no accionistas de la compañía, y durarán cinco años en sus funciones. En caso de ausencia o incapacidad temporal del Gerente General lo reemplazará el Presidente de la compañía con todas sus atribuciones.

INMOBILIARIA DEL SOL S.A. MOBILSOL se maneja de acuerdo con las prácticas de Gobierno Corporativo de CONSORCIO NOBIS S.A., grupo al que pertenece. El Consorcio Nobis, a través de su Junta Directiva, administra, supervisa y toma las decisiones de negocio para garantizar las operaciones de sus empresas, como máximo órgano de gobierno. Su presidenta actual, la Sra. Isabel Noboa Pontón, cuenta con una destacada trayectoria empresarial, una alta reputación y una gran confianza por parte de su equipo directivo, lo cual le permite gestionar la ruta sostenible de las actividades de las empresas que forman parte del Consorcio. De esta manera, promueve la incursión en nuevos mercados, la investigación y desarrollo de productos, y el estricto cumplimiento de normas y principios de gobernabilidad transparente.

Los órganos de gobierno y administración de INMOBILIARIA DEL SOL S.A. MOBIL, son la Junta General de Accionistas, Presidente Ejecutivo, Gerente General y Gerentes, cuyo compromiso consiste en garantizar la sostenibilidad y el crecimiento de su negocio, tomando en cuenta los principios del Pacto Global y los Objetivos de Desarrollo Sostenible de las Naciones Unidas

La representación legal, judicial y extrajudicial la ostenta el Gerente General de manera individual e indistinta en todos los asuntos sin el concurso de otro funcionario. Sin embargo, tanto el Presidente Ejecutivo como el Gerente General requerirán de la firma conjunta del Presidente para celebrar todo acto o contrato con una cuantía superior igual a USD 250.000,00.

Para la toma de decisiones, la Gerencia General cuenta con el apoyo de los siguientes comités:

- **Comité paritario de seguridad y salud ocupacional:** brinda soporte al departamento de Seguridad y Salud Ocupacional manteniendo el principio de tener daños nulos a personas e infraestructura.
- **Comité de responsabilidad social empresarial:** propone y controla prácticas destinadas a dar respuesta a las expectativas de los grupos de interés, promover impactos positivos y generar valor en el entorno en el que la empresa se desarrolla.
- **Comité gerencial:** comunica y coordina planes en desarrollo y acciones que se ejecutan dentro de la operatividad regular de la empresa.

La empresa dispone de un equipo de personas cuyos principales funcionarios cuentan con amplia experiencia y competencias adecuadas en relación con sus cargos; además, en algunos casos, el tiempo que llevan trabajando para la empresa ha generado una sinergia de trabajo. La compañía actualmente cuenta con 104 empleados, divididos en diferentes áreas de la compañía. Del total de empleados, el 1% están empleados por medio de contratos eventuales o parciales. A la fecha del presente informe, no existen sindicatos ni comités de empresa. Es opinión de Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. que el personal de INMOBILIARIA DEL SOL S.A. MOBILSOL se encuentra altamente capacitado, tiene una amplia experiencia, cuenta con las competencias necesarias para ejecutar las funciones y desempeñarse en sus cargos respectivos, y sigue los principios y lineamientos corporativos.

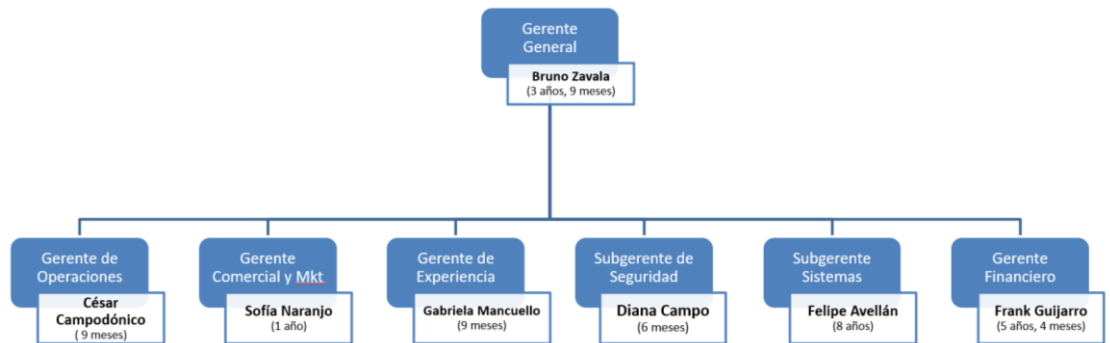


Gráfico 10: Organigrama

Fuente: INMOBILIARIA DEL SOL S.A. MOBILSOL; Elaboración: GlobalRatings

Durante los últimos años, la empresa se ha enfocado en innovar, para brindar mayores servicios a sus clientes, y en dar el debido mantenimiento y mejora al edificio. Muestra de ello son los locales que se inauguran y remodelan cada año para el bienestar de los consumidores.

Así mismo, INMOBILIARIA DEL SOL S.A. MOBILSOL realiza campañas de marketing todos los años para mantener el alto tráfico comercial que posee, y además tiene presencia a través de las redes sociales para mantenerse en contacto con los visitantes y promocionar las actividades y descuentos en el mall.

Con la finalidad de mantener un adecuado manejo de sus procesos e información, INMOBILIARIA DEL SOL S.A. MOBILSOL dispone de diversos sistemas operativos. Cuenta con redes ethernet, en topología estrella, con quién mantienen un contrato corporativo "Enterprise Agreement Microsoft". Los servicios informáticos al momento residen en una nube privada al 100%, a través de una Red MPLS. El ERP utilizado es Microsoft GP2015, motores de datos SQL y una localización nacional para facturación electrónica. El software de Ofimática lo tienen a través de cuentas de Office 365. Adicionalmente, cuentan con una solución de protección de Firewall robusta y solución de antivirus centralizado para protección de cada Host u estación de trabajo. Los respaldos los manejan de forma incremental, diarios, semanales y mensuales perpetuos.

Con todo lo expuesto anteriormente, GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. sustenta que se da cumplimiento a la norma estipulada en los Literales e y f, Numeral 1, Artículo 10 y en los Numerales 3 y 4, Artículo 11, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera respecto del comportamiento de los órganos administrativos. Es opinión de GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. que la compañía mantiene una adecuada estructura administrativa y gerencial, que se desarrolla a través de adecuados sistemas de administración y planificación que se han afirmado en el tiempo.



Gráfico 11: Planificación estratégica

Fuente: INMOBILIARIA DEL SOL S.A. MOBILSOL; **Elaboración:** GlobalRatings

INMOBILIARIA DEL SOL S.A. MOBILSOL alinea sus operaciones conforme al código de ética de CONSORCIO NOBIS S.A., cuya responsabilidad es velar por los intereses de los accionistas, colaboradores, clientes y proveedores, promoviendo la transparencia en los mercados en los que opera. Los puntos fundamentales del código de ética son:

- **Transparencia:** promover total transparencia en los mercados en los que operan, desaprobando cualquier tipo de prácticas que constituyen una violación de leyes o que pudieran afectar el juicio profesional con el que realizan su trabajo.
- **Registros contables y financieros:** usar estrictamente las normas y principios contables de general aceptación, informando a las autoridades de control acerca de su situación financiera con fidelidad y exactitud, y manteniendo procesos internos adecuados que garanticen la veracidad de la contabilidad y el cumplimiento de los requisitos legales y reglamentos en la entrega de sus informes financieros.
- **Uso debido de activos y confidencialidad:** mantener la debida reserva sobre los documentos de trabajo y la información confidencial que está a su cuidado. Controlar y evitar el uso indebido de dicha información, o que la misma sea conocida por personas que no tengan autorización para ello. Proteger y cuidar los activos que les hayan sido confiados, asegurando su uso cuidadoso y su correcta administración.
- **Comunicaciones:** entregar a los accionistas, colaboradores y demás grupos de interés, información abierta, transparente y oportuna, haciendo buen uso de los sistemas de comunicación a su alcance.
- **Relaciones con entidades públicas y autoridades:** manejar las relaciones con entidades u organizaciones del Estado a través de quienes han sido autorizados, guiadas por un espíritu de estrecha cooperación, cordialidad y respeto.
- **Relaciones con los proveedores:** fundamentar la contratación de proveedores para adquisición de bienes y servicios en base a criterios técnicos, profesionales y éticos, pagando el precio justo para optimizar el destino de sus recursos.
- **Ambiente de trabajo y cuidado ambiental:** ofrecer un ambiente saludable para sus clientes, compañeros de trabajo y público en general. Identificar y considerar los riesgos de carácter ambiental y cualquier otro que pueda afectar la seguridad, el patrimonio e imagen de la empresa.
- **Lealtad y cordialidad:** mostrar permanentemente una actitud de cooperación, lealtad y rectitud con la empresa, sus clientes y sus compañeros de trabajo. El ambiente laboral está definido por un trato respetuoso en todos los niveles de la organización.
- **Libre de acoso y discriminación:** mostrar una permanente actitud de cooperación, lealtad y rectitud para con las empresas que pertenecen al grupo, clientes y compañeros de trabajo.

- **Administración Diligente:** informarse diligentemente sobre la gestión de sus equipos de trabajo, preparar adecuadamente las reuniones, promover la investigación, y tomar decisiones activamente.
- **Responsabilidad:** conocer acerca de todas las leyes y reglamentos pertinentes a su trabajo, y aplicarlos con profesionalidad, conciencia y buen criterio.

De igual manera, INMOBILIARIA DEL SOL S.A. MOBILSOL se alinea a los valores corporativos del CONSORCIO NOBIS S.A., los cuales son:

- Fe en el país y compromiso por su desarrollo.
- Integridad
- Creatividad
- Perseverancia
- Trabajo en equipo

En el año 2018, la compañía generó capacitaciones en seguridad y ambiente que le permiten a los empleados brindar un mejor servicio y seguridad a los usuarios de Mall del Sol, y mantener un cuidado más adecuado de su salud que consistieron en:

- Uso y manejo de extintores.
- Formación de brigadas de evacuación, incendios y primeros auxilios.
- Sistema de comandos de incidentes.
- Programa de prevención de alcohol y drogas.
- Plan de emergencias, contingencia y señalización de seguridad.
- Aspecto e impacto ambiental.
- Permisos de trabajo de riesgo.
- Activación manual de bombas sistema contra incendio.
- Campaña de prevención de la tuberculosis.
- Programa de fortalecimiento muscular.
- Charla de VIH y salud reproductiva.
- Campaña de vacunación contra la influenza y DT

En el año 2015, conforme a su compromiso con el medio ambiente, Mall del Sol obtuvo la Licencia Ambiental No. DMA-LA-II-2016-061, emitida por la Dirección de Medio Ambiente de la Ciudad de Guayaquil. Esta licencia le sujeta a un estricto cumplimiento del Plan de Manejo Ambiental en el que se ejecutan actividades como:

- Prevención y mitigación de impactos ambientales.
- Control de emisiones.
- Control de ruido.
- Mantenimiento de instalaciones.
- Control y manejo de combustibles.
- Gestión y manejo de desechos sólidos peligrosos y no peligrosos.
- Gestión y manejo de desechos líquidos.

Actualmente, la empresa ha presentado certificados de cumplimiento de obligaciones con el Sistema de Seguridad Social, con el Servicio de Rentas Internas y un certificado del Buró de Crédito, evidenciando que la compañía se encuentra al día con las entidades financieras, no registra demandas judiciales por deudas, no registra cartera castigada ni saldos vencidos. Cabe mencionar que a la fecha la compañía no mantiene juicios laborales, mantiene operaciones como codeudor por USD 18,59 millones. Evidenciando que bajo un orden de prelación la compañía no tiene compromisos pendientes que podrían afectar los pagos del instrumento en caso de quiebra o liquidación, dando cumplimiento al Literal c, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

NEGOCIO

INMOBILIARIA DEL SOL S.A. MOBILSOL pertenece a la unidad de Centros Comerciales del CONSORCIO NOBIS S.A., uno de los holdings más importantes del Ecuador y de Sudamérica. El CONSORCIO NOBIS S.A. mantiene cinco unidades de negocio. Las empresas pertenecientes a cada una de sus unidades de negocio son:

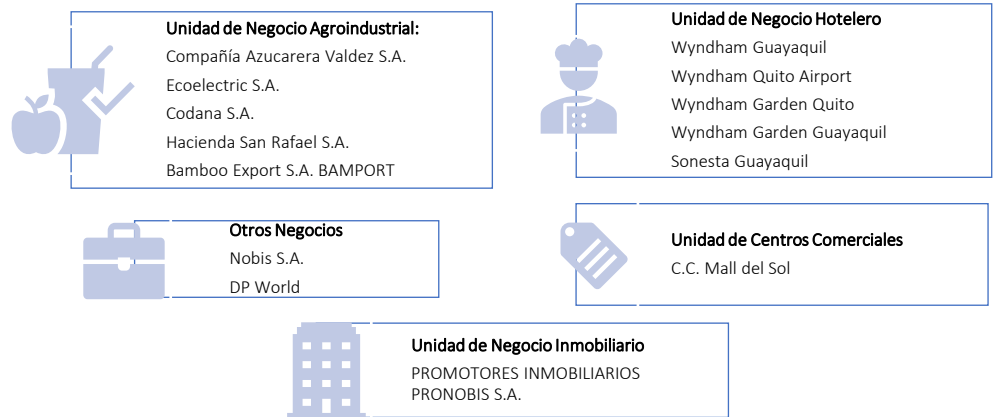


Gráfico 12: Planificación estratégica

Fuente: INMOBILIARIA DEL SOL S.A. MOBILSOL; **Elaboración:** GlobalRatings

INMOBILIARIA DEL SOL S.A. cuenta con un mix de los más importantes negocios, marcas y franquicias nacionales e internacionales, donde se conjuga el entretenimiento, la moda, el comercio, la tecnología y la gastronomía, manteniendo un 99% de ocupación, lo cual nos consolida como el centro comercial de mayor referencia en Guayaquil.

Además, la compañía pone a disposición 5 salones con toda la infraestructura y versatilidad de realizar una variada gama de eventos pudiendo adaptar sus espacios según la necesidad de cada cliente. Cuentan con asesoría de primer nivel a través de empresas especializadas en organización de eventos, para que cada boda, quince años o graduación sean experiencias únicas. Su localización próxima al aeropuerto y hoteles les convierte en la mejor opción para eventos empresariales como conferencias, seminarios y/o talleres de diversa índole, alcanzando una capacidad desde 20 a 500 invitados.

Seis amplios ingresos convenientemente ubicados, brindan un fácil acceso a más de 1.800.000 personas y 260.000 vehículos que les visitan mensualmente, para esto cuentan con 2000 parqueos seguros. Mall del Sol, forma parte de ciudad del Sol, un importante proyecto comercial, empresarial y turístico que incluye además: hoteles, edificios de oficinas, clínica, torres de apart-suites, centros de entretenimientos, restaurantes, entre otros. Tiene un 100% de ocupación y su atención gira alrededor de sus anclas como: Sukasa, Juguetón, Bebemundo y ETAfashion, las tiendas más grandes por departamentos; Megamaxi, el mayor supermercado del país; Cinemark, la cadena de cines más exitosa; su patio de comidas con su variedad gastronómica y uno de los más importantes del país.

POLÍTICAS PRINCIPALES

Dentro de sus políticas con el objetivo de reducir el riesgo de pérdidas en sus operaciones, INMOBILIARIA S.A. MOBILSOL mantiene vigentes pólizas de seguros.

PÓLIZA	RAMO	FECHA DE VENCIMIENTO	CAPITAL ASEGURADO (USD)
Generali Ecuador	Incendio	31/8/2020	127.729.801,45
AIIG Metropolitana	Responsabilidad Civil	1/1/2020	1.000.000,00
Chubb Seguros	Robo	31/8/2020	30.000,00
Chubb Seguros	Fidelidad	31/8/2020	100.000,00

Chubb Seguros	Vehículos	31/8/2020	59.990,00
		Total	128.919.791,45

Tabla 13: Detalle de pólizas de seguros.

Fuente: INMOBILIARIA DEL SOL S.A. MOBILSOL; **Elaboración:** GlobalRatings

CLIENTES

La compañía mantiene una adecuada diversificación de en sus clientes, ya que ninguno representa más del 5% del total de sus ventas. Además, sus clientes se encuentran divididos en diferentes sectores productivos como son el sector financiero, sector de alimentación, sector comercial, entre otros. La administración hace un monitoreo constante de la participación del Mall en el mercado y considera esta información en sus decisiones estratégicas con el objetivo de mantener la fidelidad de sus clientes, así como su posición y liderazgo.

PRINCIPALES CLIENTES	%	Producto
Inmobiliaria Investa S.A.	5%	Inmobiliaria
Cinemark del Ecuador S.A.	4%	Cines y Publicidad
Pycca S.A.	3%	Varios
Corporación Favorita C.A.	2%	Varios
Banco del Pacífico S.A.	2%	Financiera
Alamedaecu Comercio S.A.	2%	Vestimenta
Deli Internacional S.A.	2%	Alimentación
Banco Guayaquil S.A.	1%	Financiera
Consortio Ecuatoriano de Telecomunicaciones S.A.	1%	Telecomunicaciones
Zapac S.A.	1%	Vestimenta
Regus del Ecuador S.A.	1%	Varios
Dammtor S.A.	1%	Vestimenta
Shemlon S.A.	1%	Alimentación
Comercial Etatex C.A.	1%	Vestimenta
Arcgold Del Ecuador S.A.	1%	Alimentación
Otros	69%	
Total	100%	

Tabla 14: Principales clientes.

Fuente: INMOBILIARIA DEL SOL S.A. MOBILSOL; **Elaboración:** GlobalRatings

CADENA DE SUMINISTROS

La compañía trabaja en su mayoría con proveedores locales para la compra de servicios varios para el centro comercial, como limpieza, seguridad, parqueo, entre otros. La compañía posee un minucioso proceso de evaluación de proveedores para definir su desempeño y mantener la relación con los proveedores de más alta calidad. Además, la compañía ha adoptado una política de únicamente involucrarse con partes solventes como forma de mitigar el riesgo de la pérdida financiera ocasionada por incumplimientos.

PRINCIPALES PROVEEDORES	PAIS	%	PRODUCTO ADQUIRIDO
Inverquim S.A.	Ecuador	20%	
Manlim Mantenimiento y Limpieza S.A.	Ecuador	10%	Servicio de limpieza
Consortio Nobis S.A.	Ecuador	9%	Asesoría
Asesoría Seguridad y Vigilancia Asevig Liderman Cía. Ltda.	Ecuador	5%	Servicio de Seguridad
CNEL EP	Ecuador	4%	Servicios Básicos
Interagua	Ecuador	4%	Servicios Básicos
Estacionamientos Urbanos Urbapark	Ecuador	4%	Servicios de Parqueo
Diseños y Construcciones Arkano S.A.	Ecuador	3%	Infraestructura
Inmomariuxi CA	Ecuador	3%	Infraestructura
Active Fun Diversión S.A.	Ecuador	2%	Asesoría
Eni Ecuador S.A.	Ecuador	2%	Servicio Gas
Coheco S.A.	Ecuador	2%	Mantenimiento
Guach S.A.	Ecuador	2%	Asesoría
Oceansecurity C LTDA	Ecuador	2%	Servicio de Seguridad
Zavala Intriago Bruno Manuel	Ecuador	1%	Servicio Legal
Tecnobis S.A.	Ecuador	1%	Servicios Intranet
Britec S.A.	Ecuador	1%	Infraestructura
Kairoscatering S.A.	Ecuador	1%	Servicios Alimentación
Otros	Ecuador	26%	
Total		100%	

Tabla 15: Principales proveedores.

Fuente: INMOBILIARIA DEL SOL S.A. MOBILSOL; **Elaboración:** GlobalRatings

EVOLUCIÓN DE INGRESOS Y COSTOS

Durante el periodo de estudio, las ventas mantuvieron un comportamiento estable en alrededor de los USD 20 millones durante el periodo analizado. Históricamente mientras los ingresos por concepto de concesiones mensuales y alcúotas de mantenimiento incrementan, los ingresos percibidos por concepto de concesiones de espacios publicitarios disminuyen.

Los ingresos de la compañía provienen de 4 líneas de negocio principales. Hasta diciembre 2019 los ingresos se componen principalmente por la línea de concesiones mensuales con el 64%, alcúotas de mantenimiento con el 17%, concesiones iniciales con el 10%, concesión de espacios publicitarios con el 6%.

Las ventas mantuvieron una tendencia creciente durante el periodo analizado. Para el año 2018 se evidenció un crecimiento del 0,89%, producto de mayores ingresos por concesiones mensuales (+USD 492 mil) y en las alcúotas de mantenimiento (+USD 152 mil), compensado con una disminución en concesión de espacios publicitarios (-USD 181 mil) y otros ingresos (-USD 242 mil). Para diciembre 2019 los ingresos reflejaron un incremento del 2,36%, efecto de mayores ingresos percibidos por concepto de concesiones mensuales (+USD 521 mil) y en las alcúota de mantenimiento (+USD 89 mil). Por su parte existió una disminución en otros ingresos (-USD 7 mil) y en el valor de concesión de espacios publicitarios (-USD 132 mil).

VENTAS POR LÍNEA DE NEGOCIO	2017	2018	2019	jun-20
Valor mensual concesión	12.609.548	13.101.329	13.622.351	3.462.604
Valor inicial concesión	2.182.717	2.142.219	2.142.180	1.091.004
Alcúota mantenimiento	3.499.977	3.651.995	3.740.967	1.553.894
Concesión espacios publicitarios	1.636.011	1.454.842	1.322.801	173.730
Alquiler salón eventos	475.786	479.690	501.727	93.988
Otros ingresos	334.339	92.778	85.759	135.996
Total	20.738.378	20.922.853	21.415.785	6.511.215

Tabla 16 Composición de ventas (miles USD).

Fuente: INMOBILIARIA DEL SOL S.A. MOBILSOL; **Elaboración:** GlobalRatings

Las proyecciones de ingresos estiman una disminución en las ventas de 2020, en función de las condiciones de mercado que contraen la actividad económica y, por lo tanto, la capacidad adquisitiva de la población. Además, estas proyecciones consideran que la compañía tuvo que parar sus operaciones durante el periodo de emergencia, cerrando las puertas del centro comercial al público, trabajando únicamente con ventas

directas a domicilio y con un servicio de “pick up” para locales habilitados (con excepción de supermercados que se mantuvieron abiertos con horarios limitados y condiciones específicas). Todo esto repercutió en una disminución en los ingresos de 34,38% en el comparativo interanual, al pasar de USD 9,92 millones en junio de 2019 a USD 6,51 millones en junio de 2020.

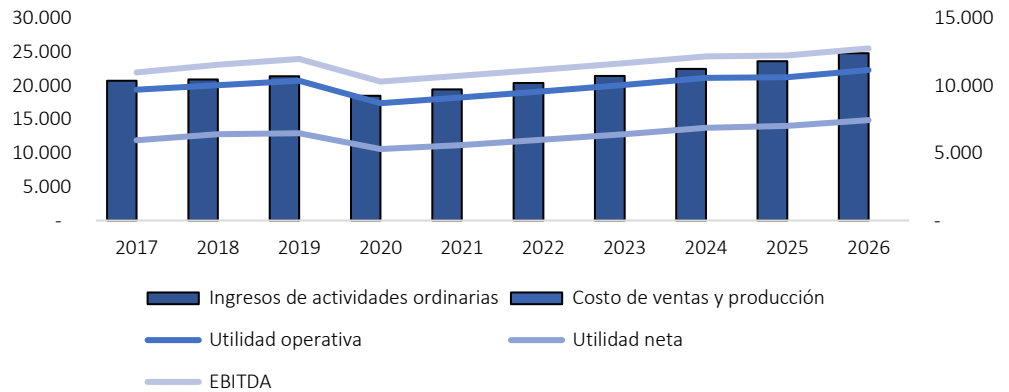


Gráfico 13: Estado de Resultados.

Fuente: INMOBILIARIA DEL SOL S.A. MOBILSOL **Elaboración:** GlobalRatings

GESTIÓN OPERATIVA: GASTOS Y RESULTADOS

Se registró una tendencia positiva en los gastos operativos entre 2017 y 2019, en función del crecimiento del negocio y de la mayor actividad de la compañía, sin embargo, la participación de este rubro sobre las ventas disminuyó de 53,23% en 2017 a 51,60% en 2019, impulsada por los menores gastos de personal. No obstante, el crecimiento de los gastos operativos fue fluctuante en el transcurso del periodo; al cierre de 2018 los gastos operativos se redujeron en 1,45% y a finales del 2019 crecieron en 1,58%, evidenciando la capacidad de la compañía de ajustar los gastos a la realidad del negocio. Para junio de 2020 los gastos operativos evidenciaron una estabilidad frente a junio de 2019 con un incremento marginal del 2%. Históricamente los gastos más representativos han sido las remuneraciones, los gastos por guardianía, mantenimiento y limpieza y los gastos por honorarios profesionales. En función del comportamiento registrado hasta junio, se estima que los gastos operativos de la compañía presentarán un incremento a finales del año 2020 con relación al 2019, y representarán el 53% de las ventas. Estos gastos mantendrán un comportamiento creciente del 2020 al año 2026, con una estabilidad relativa en los niveles de eficiencia durante el periodo.

Producto de lo anterior, la utilidad operativa incrementó en 3,55% al cierre de 2018 y en un 3,20% al término de 2019, producto de la menor participación de los gastos operativos durante el periodo analizado. Las proyecciones evidencian una disminución al 2020 debido a la crisis sanitaria, para recuperarse progresivamente hasta el 2026. Por su parte, el EBITDA incrementó durante el periodo analizado en función del alza en la utilidad operativa y de la mayor depreciación y amortización registrada producto de la inversión constante en activos fijos y en propiedades de inversión. Al cierre de 2019, el EBITDA totalizó USD 11,97 millones, evidenciando la capacidad de la compañía de generar recursos a partir de las operaciones ordinarias.

INMOBILIARIA DEL SOL S.A. MOBILSOL incluye dentro de sus fuentes de financiamiento al Mercado de Valores, por lo cual los gastos financieros dependen fundamentalmente de las obligaciones emitidas. Estos fluctuaron durante el periodo de análisis en función de la amortización de la Tercera Emisión de Obligaciones hasta 2019, y la colocación de la Cuarta Emisión de Obligaciones a principios de 2020. Para 2018, los gastos financieros representaron el 1,64% de las ventas de la compañía y disminuyeron en 69,19% (-USD 770 mil), fruto de los pagos de intereses trimestrales asociados con la Tercera Emisión de Obligaciones, que reflejó la necesidad de financiamiento de la compañía para proyectos de inversión como la readecuación de espacios

para el fortalecimiento de oferta comercial, el desarrollo de nuevas áreas y potencialización de áreas existentes, así como mejoras y actualización de servicios. Al término de 2019 los gastos financieros mantuvieron su tendencia decreciente, disminuyendo en 69,61% producto de la amortización total de la Tercera Emisión de Obligaciones. Se prevé un incremento en los gastos financieros al cierre de 2020, debido a la aprobación y colocación de la Cuarta Emisión de Obligaciones, lo cual incrementará la necesidad de flujo para hacer frente al servicio de la deuda, y una posterior disminución producto de la amortización de los valores en cuestión hasta el año 2026.

La utilidad neta del periodo es coherente con el incremento constante en ventas. La compañía registró resultados consistentemente positivos, que responden de manera favorable a la gestión operativa, comportamiento que se estima se mantendrá durante el periodo de vigencia de la presente Emisión.

CALIDAD DE ACTIVOS

Dado el giro de negocio de la compañía y las características de la industria en la que opera, el grueso de los activos se concentra en tres cuentas principales: propiedades de inversión correspondiente a los terrenos, edificios, instalaciones y construcciones en curso del centro comercial en donde se llevan a cabo las operaciones productivas, la propiedad, planta y equipo correspondiente a muebles y enseres y equipos de la compañía y por último el rubro de activos por impuestos diferidos. Por lo tanto, al 30 de junio de 2020, el 94,18% del activo total se condensó en estos tres rubros.

Entre 2017 y 2019 el activo de la compañía presentó un comportamiento creciente, y pasó de USD 75,62 millones en 2017 a USD 83,75 millones en el 2019, con un crecimiento de 10,75% durante el periodo analizado. Durante dicho periodo, los activos no corrientes representaron, en promedio, el 93,43% de los activos totales, comportamiento que se mantuvo para junio de 2020, cuando el activo total totalizó USD 83,55 millones. Los niveles de rotación del activo presentaron un comportamiento fluctuante durante el periodo, pero promediaron 0,26 veces entre 2017 y 2019, nivel que se compara favorablemente con la industria y que refleja una eficiencia en la gestión de activos. Se estima que las condiciones de mercado para 2020 deteriorarán los niveles de eficiencia del activo al cierre del año, con una mejora según la recuperación del negocio en periodos posteriores.

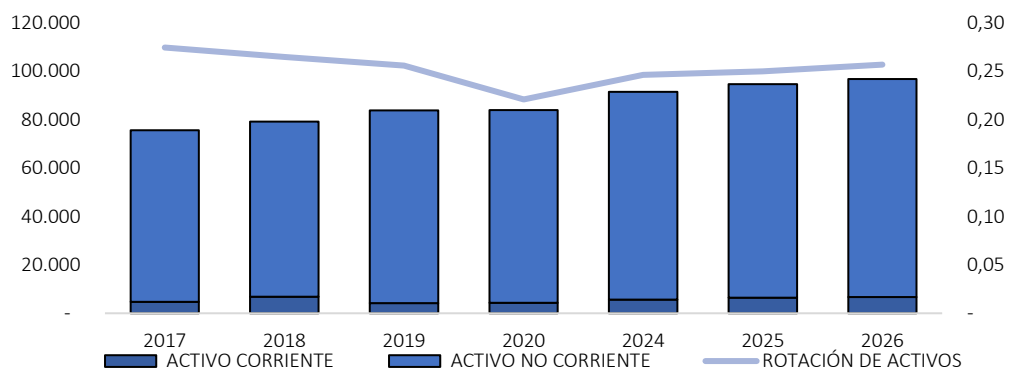


Gráfico 14: Evolución del activo.
Fuente: INMOBILIARIA DEL SOL S.A. MOBILSOL; **ELABORACIÓN:** GlobalRatings

Al cierre de 2019 los activos totales incrementaron en 5,84% (+USD 4,62 millones), producto del incremento en propiedades de inversión ya que durante el año 2019 la compañía realizó principalmente la construcción de la ampliación de la zona oeste del Centro Comercial. Se evidenció una contracción de USD 2,19 millones en las inversiones temporales, recursos que fueron destinados a inversiones en CAPEX realizadas por la compañía, así como una caída de USD 702,4 mil en las cuentas por cobrar comerciales, registrando una mejora en la recuperación de cartera. Para junio de 2020 los activos totales aumentaron en 4,68% con respecto a junio de 2019 y mostraron estabilidad con respecto a diciembre de 2019, producto principalmente al incremento dentro de las propiedades de inversión de la compañía debido a las ampliaciones al centro comercial. El incremento estimado en el activo para 2020 supone la colocación de la Cuarta Emisión de

Obligaciones, la cual permitirá tener la liquidez para mantener las inversiones en activos fijos al igual que incrementos en las propiedades de inversión.

Las cuentas por cobrar comerciales corresponden principalmente al valor inicial de concesión (VIC), en conformidad con las cuotas establecidas contractualmente a plazos promedio de 12, 24, 36 y 60 meses. Se considera una cartera sana al concentrarse mayoritariamente en rangos menores a 90 días vencidos, adicionalmente se contó con una provisión para incobrables que cubrió adecuadamente las cuentas más vencidas (provisión por USD 152 mil en 2018). Para diciembre 2019 las cuentas por cobrar comerciales disminuyeron un 24% frente a valores de 2018 y se mantuvo un comportamiento semejante al histórico donde la mayor proporción de la cartera está concentrada en rangos de vencimiento aceptables y se cuenta con una provisión por USD 152 mil para cubrir la cartera más vencida. El periodo promedio de recuperación de cartera fue de 41 días y para finales del 2019 fue de 37 días. Debido a las condiciones económicas actuales, se prevé un incremento en la morosidad de la cartera para 2020, lo cual acumulará cartera comercial. No obstante, esta situación mejorará para 2021 en adelante, favoreciendo a la generación de flujo y la liquidez inmediata de la compañía.

El activo no corriente se encuentra compuesto principalmente por el rubro propiedades de inversión, el cual representó el 86,88% promedio (2017- 2019) del activo total. Este rubro comprende principalmente locales comerciales en el centro comercial Mall del Sol, los que son entregados en arrendamiento a terceros. La titularidad legal de estos activos es propiedad del Fideicomiso Mercantil Fimall, sobre el que la compañía mantiene derechos fiduciarios. Durante 2017 la compañía realizó principalmente trabajos para el arreglo de aceras y cerramientos de la zona de parqueos por USD 152 mil e instalación de sistema contra incendio del centro comercial por USD 312 mil. Para 2018 destacaron las adecuaciones en la zona gourmet por USD 778 mil, construcción del sistema vehicular zona parqueos por USD 352 mil e instalación del sistema contra incendio del centro comercial fase 2 por USD 295 mil. Para diciembre 2019 destacó un incremento en el rubro coherente con la ampliación de la zona oeste del mall (Pika y Mr. Joy).

Las proyecciones del Estado de Situación Financiera realizadas para el periodo de vigencia de la Emisión contemplan una inversión continua en activos fijos entre 2020 y 2026, considerando que los recursos de la Cuarta Emisión de Obligaciones se destinarán en un 15% para este propósito.

ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO

La actividad creciente de la compañía ha generado una mayor necesidad de financiamiento. Históricamente, INMOBILIARIA DEL SOL S.A. MOBILSOL ha fondeado sus operaciones mediante dos fuentes principales los ingresos diferidos por concepto de Valor Inicial de Concesión (VIC) de 147 concesionarios (153 concesionarios al 2018) y las obligaciones emitidas en el Mercado de Valores. Desde el 2019, la compañía agregó como fuente de financiamiento principal las obligaciones con instituciones financieras, las cuales representaron el 20% diciembre 2019. De esta manera, al 30 de junio de 2020 estas tres fuentes de financiamiento representaron el 73,02% del pasivo total. Durante el periodo analizado el pasivo total se concentró en el largo plazo, con una participación promedio de 70,29% del pasivo no corriente sobre el pasivo total, demostrando que la compañía cuenta con la liquidez adecuada.

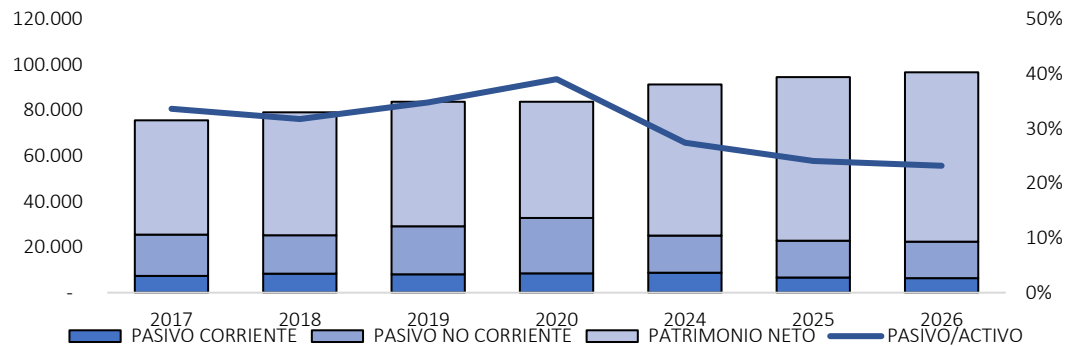


Gráfico 15: Estructura de financiamiento (miles USD).

Fuente: INMOBILIARIA DEL SOL S.A. MOBILSOL; **Elaboración:** GlobalRatings

Entre 2017 y 2018, el pasivo total disminuyó en 1,19% (+USD 302,85 mil), producto principalmente de la amortización de la Tercera Emisión de Obligaciones (-USD 1,62 millones) y a la cancelación de las cuentas por pagar relacionadas corto y largo plazo (-USD 1,5 millones) fundamentalmente con la relacionada Duncan Business Inc., compensado por ingresos diferidos corto y largo plazo (+USD 557 mil) y a nuevos préstamos en el corto plazo otorgados por el Banco de Guayaquil S.A. (+USD 813 mil).

Para diciembre de 2019, la compañía presentó un incremento de USD 4 millones respecto al mismo periodo del año pasado, siendo sus principales fuentes de financiamiento los ingresos diferidos (60% del total de pasivos) y la deuda con costo (21% del total de pasivos), esta última representa principalmente un nuevo préstamo con Banco Guayaquil S.A.

Se prevé una estructura similar en el pasivo durante el periodo de vigencia de la Emisión, por lo que la colocación de los USD 12 millones en 2020 impulsará al alza el pasivo de largo plazo, y su amortización gradual reducirá el pasivo y modificará la estructura de fondeo. Al cierre de 2019, el pasivo financió aproximadamente el 34,80% del activo total. Se estima que esta relación será de 39,05% en 2020 y que se reducirá a 23,21% en el 2026.

La deuda con costo de la compañía a diciembre 2019 presentó un incremento del 102% respecto a diciembre de 2018 (incremento de USD 5,06 millones). De esta manera, la deuda financiera de corto plazo disminuyó de USD 2,01 millones a diciembre del 2018 a USD 1,12 millones a diciembre 2019. Por su parte, la deuda de largo plazo incrementó sustancialmente hasta alcanzar los USD 5,04 millones. La compañía busca financiarse a tasas fijas para mitigar la exposición al riesgo de crédito. La evolución del endeudamiento evidencia la mayor participación del pasivo no corriente sobre los pasivos totales para diciembre 2019, coherente con el nuevo préstamo con el Banco Guayaquil S.A. en el largo plazo. Para diciembre 2019 incrementó la deuda con costo de acuerdo con la necesidad de inversión en CAPEX de la compañía.

DEUDA FINANCIERA	2017	2018	2019
Corto plazo			
Emisión Obligaciones	1.600,00	1.200,00	300,00
Banco Guayaquil S.A.	-	800,00	816,00
Intereses por pagar	17,00	14,00	-
Total corto plazo	1.617,00	2.014,00	1.116,00
Largo plazo			
Banco Guayaquil S.A.	-	-	5.039,00
Emisión Obligaciones	1.500,00	300,00	-
Total largo plazo	1.500,00	300,00	5.039,00
Total deuda con costo	3.117,00	2.314,00	6.156,00

Tabla 17: Composición deuda financiera (miles USD).

Fuente: Estados Financieros Auditados 2017-2019; **Elaboración:** GlobalRatings

A partir de 2020, se estima que el saldo de las obligaciones emitidas fluctuará en función de la colocación y amortización de la Cuarta Emisión de Obligaciones, por lo cual los pasivos con costo, y consecuentemente los gastos financieros, incrementaran progresivamente hasta el año 2023.

El patrimonio pasó de financiar el 66,35% de los activos en 2017 a financiar el 68,23% de los activos en 2018 y un 65,20% a diciembre de 2019 y el 55,80% de los activos en junio de 2020. Entre 2017 y 2018, el patrimonio incrementó en USD 3,8 millones (7,6%), fruto de los resultados del ejercicio, resultados acumulados y un incremento en la reserva facultativa. Con fecha 17 de enero de 2017 la Junta General de Accionistas aprobó la apropiación de utilidades como reserva legal por USD 594 mil y USD 5.347.332 como reserva facultativa. Con fecha 4 de mayo del 2018, la Junta General de Accionistas aprobó la distribución de dividendos por USD 2.620.629 del ejercicio económico 2017. Con esta misma fecha se aprobó la apropiación de las utilidades como reserva legal por USD 583 mil y USD 2.620.629 como reserva facultativa.

Al término de 2019, el patrimonio incrementó en 1,15% en comparación con 2018 debido a incrementos en los resultados del ejercicio y en la reserva legal. Con fecha 9 de mayo del 2019, la Junta General de Accionistas aprobó la apropiación de las utilidades como reserva legal por USD 638,812 mil del ejercicio económico 2018. Además, con fecha 9 de mayo del 2019, la Junta General de Accionistas también aprobó la distribución de dividendos por USD 2,87 millones del ejercicio económico 2018 y con fecha 11 de febrero del 2019 se aprobó la distribución de dividendos por USD 3 millones de la reserva facultativa.

Al 30 de junio de 2020 el capital social de la compañía representó el 30,80% del patrimonio total, y los resultados acumulados de ejercicios anteriores representaron el 44,78% del patrimonio, sugiriendo que esta es una fuente de fondeo representativa. Para periodos futuros, se estima que el patrimonio se fortalecerá mediante los resultados del ejercicio que se presentan crecientes para las proyecciones de 2020 al 2026 y se considera una distribución de dividendos para los próximos años como se ha venido dando en años anteriores.

PRESENCIA BURSÁTIL

Hasta la fecha del presente informe INMOBILIARIA DEL SOL S.A. MOBILSOL mantiene vigente la Cuarta Emisión de Obligaciones.

PRESENCIA BURSÁTIL	AÑO	APROBACIÓN	MONTO (USD)	ESTADO
Primera Emisión de Obligaciones	2011	SC-IMV-DAYR-DJMV-G-11-3669	USD 5.000.000,00	Cancelada
Segunda Emisión de Obligaciones	2013	SC-IMV-DJMV-DAYR-G-13-2490	USD 4.000.000,00	Cancelada
Tercera Emisión de Obligaciones	2014	SCV-INMV-DNAR-14-5392	USD 6.000.000,00	Vigente
Cuarta Emisión de Obligaciones	2020	SCVS-INMV-DNAR-2020-00002552	USD 12.000.000	Vigente

Tabla 18: Presencia Bursátil

Fuente: SCVS; Elaboración: GlobalRatings

La liquidez que han presentado los instrumentos que INMOBILIARIA DEL SOL S.A. MOBILSOL ha mantenido en circulación en el Mercado de Valores es más que óptima.

LIQUIDEZ BURSÁTIL	DÍAS BURSÁTILES	NÚMERO DE TRANSACCIONES	MONTO COLOCADO
Primera Emisión de Obligaciones	237	22	USD 5.000.000,00
Segunda Emisión de Obligaciones	18	17	USD 4.000.000,00
Tercera Emisión de Obligaciones	79	48	USD 6.000.000,00
Cuarta Emisión de Obligaciones	82	4	USD 4.860.000,00

Tabla 19 Liquidez de presencia bursátil

Fuente: SCVS; Elaboración: GlobalRatings

En función de lo antes mencionado, GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A., opina que se observa consistencia en la presencia bursátil dando cumplimiento a lo estipulado en el Literal f, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II y en el Numeral 5, Artículo 11, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

INSTRUMENTO

El 13 de enero de 2020, la Junta General de Accionistas de INMOBILIARIA DEL SOL S.A. MOBILSOL aprobó la emisión de la Cuarta Emisión de Obligaciones INMOBILIARIA DEL SOL S.A. MOBILSOL por un monto de hasta

USD 12 millones. El 9 de marzo de 2020, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros aprobó la presente Emisión mediante resolución No. SCVS-INMV-DNAR-2020-00002552.

El agente colocador inició la colocación de los valores el 27 de mayo del 2020. Hasta el 17 de agosto de 2020, se ha colocado el 40,50% del monto de la emisión, en un total de 4 transacciones y un monto de USD 4,86 millones. La fecha máxima de colocación es el 09 de diciembre del 2020.

Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. verificó que el instrumento presentó aceptabilidad evidenciado en los tiempos de colocación antes mencionados, dando cumplimiento a lo estipulado en el Numeral 5, Artículo 11, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

CUARTA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

Monto de la emisión	USD 12.000.000					
Unidad monetaria	Dólares de los Estados Unidos de América					
	CLASES	MONTO (USD)	PLAZO	TASA FIJA ANUAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES
Características	G	6.000.000	2.160 días	8,50%	Trimestral con periodo de gracia de 360 días	Trimestral
	H	6.000.000	2.160 días	8,50%	Trimestral con periodo de gracia de 360 días	Trimestral
Tipo de emisión	Títulos desmaterializados					
Garantía	Los valores que se emitan contarán con garantía general del Emisor, conforme lo dispone el artículo 162 de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.					
Garantía específica	No					
Destino de los recursos	Los recursos obtenidos de la presente Emisión se destinarán en un 85% para financiar parte del capital de trabajo específicamente pago a proveedores y gastos operativos y administrativos de la empresa; y un 15% para inversión en activos fijos.					
Valor nominal	USD 1.000					
Base de cálculos de intereses	Base comercial 30/360: corresponde a años de 360 días. 12 meses y 30 días cada mes.					
Sistema de colocación	Bursátil					
Rescates anticipados	No contempla sorteos ni rescates anticipados.					
Underwriting	La presente emisión de obligaciones no contempla un contrato de underwriting.					
Estructurador financiero y agente colocador	Silvercross S.A. Casa de Valores SCCV					
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE.					
Representantes de obligacionistas	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.					
Resguardos	<ul style="list-style-type: none"> ■ Los activos reales sobre los pasivos exigibles deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo. ■ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. ■ Mantener durante la vigencia de la Emisión, la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25, según lo establecido en el Artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera. 					
	Limite de endeudamiento	Mantener una relación de pasivos con instituciones financieras y Mercado de Valores de hasta 2,5 veces el patrimonio de la compañía.				

Tabla 20: Características del instrumento

Fuente: INMOBILIARIA DEL SOL S.A. MOBILSOL.; **Elaboración:** GlobalRatings

El saldo de capital por pagar al 30 de junio de 2020 fue de USD 4.800.000, compuesto por:

- Clase G: USD 4.800.000

Las tablas de amortización siguientes se basan en el monto colocado:

AMORTIZACIÓN CLASE G	CAPITAL INICIAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES	PAGO TOTAL	SALDO DE CAPITAL
26/5/2020	4.860.000	-	102.000	102.000	4.860.000
26/8/2020	4.860.000	-	103.275	103.275	4.860.000
26/11/2020	4.860.000	-	103.275	103.275	4.860.000
26/2/2021	4.860.000	-	103.275	103.275	4.860.000
26/5/2021	4.860.000	243.000	103.275	346.275	4.617.000
26/8/2021	4.617.000	243.000	98.111	341.111	4.374.000
26/11/2021	4.374.000	243.000	92.948	335.948	4.131.000
26/2/2022	4.131.000	243.000	87.784	330.784	3.888.000
26/5/2022	3.888.000	243.000	82.620	325.620	3.645.000
26/8/2022	3.645.000	243.000	77.456	320.456	3.402.000
26/11/2022	3.402.000	243.000	72.293	315.293	3.159.000
26/2/2023	3.159.000	243.000	67.129	310.129	2.916.000
26/5/2023	2.916.000	243.000	61.965	304.965	2.673.000
26/8/2023	2.673.000	243.000	56.801	299.801	2.430.000
26/11/2023	2.430.000	243.000	51.638	294.638	2.187.000
26/2/2024	2.187.000	243.000	46.474	289.474	1.944.000
26/5/2024	1.944.000	243.000	41.310	284.310	1.701.000
26/8/2024	1.701.000	243.000	36.146	279.146	1.458.000
26/11/2024	1.458.000	243.000	30.983	273.983	1.215.000
26/2/2025	1.215.000	243.000	25.819	268.819	972.000
26/5/2025	972.000	243.000	20.655	263.655	729.000
26/8/2025	729.000	243.000	15.491	258.491	486.000
26/11/2025	486.000	243.000	10.328	253.328	243.000
26/2/2026	243.000	243.000	5.164	248.164	-

Tabla 21: Amortización Clase G (USD)

Fuente: INMOBILIARIA DEL SOL S.A. MOBILSOL; **Elaboración:** GlobalRatings

Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. con la información entregada por el emisor ha verificado que el emisor ha venido cancelando oportunamente los pagos correspondientes a capital e intereses del instrumento, según la tabla de amortización precedente. Del total del monto autorizado de la emisión, se ha colocado el 40,50%. Con lo expuesto anteriormente se da cumplimiento a los Numerales a y b, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

GARANTIAS Y RESGUARDOS

Mientras se encuentran en circulación las obligaciones, las personas jurídicas deberán mantener resguardos a la emisión, según lo señala el Artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, por lo que la Junta General de Accionistas resolvió:

RESGUARDOS DE LEY	FUNDAMENTACIÓN	CUMPLIMIENTO
Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.	Para junio 2020 la relación activos reales/pasivos se mantuvo en 2,16.	CUMPLE
No repartir dividendos mientras existan valores/obligaciones en mora	No han mantenido obligaciones en mora	CUMPLE
Mantener durante la vigencia de la Emisión, la relación Activos Libres de Gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el Artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.	Al 30 de junio del 2020 presentó un monto de activos depurados de USD 76,16 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 60,93 millones, cumpliendo así lo determinado en la normativa.	CUMPLE

Tabla 22: Resguardos de Ley

Fuente: INMOBILIARIA DEL SOL S.A. MOBILSOL; **Elaboración:** GlobalRatings

LÍMITE DE ENDEUDAMIENTO	FUNDAMENTACIÓN	CUMPLIMIENTO
Mantener una relación de pasivos con instituciones financieras y Mercado de Valores de hasta 2,5 veces el patrimonio de la compañía.	Con corte junio 2020 la relación pasivos con instituciones financieras y Mercado de Valores fue de 0,22 veces el patrimonio de la compañía	CUMPLE

Tabla 23: Límite de endeudamiento

Fuente: INMOBILIARIA DEL SOL S.A. MOBILSOL; **Elaboración:** GlobalRatings

Cabe señalar que el incumplimiento de los resguardos antes mencionados dará lugar a declarar de plazo vencido todas las emisiones, según lo estipulado en el Artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

PERFIL FINANCIERO

El perfil financiero de la entidad bajo análisis, en este caso INMOBILIARIA DEL SOL S.A. MOBILSOL, corresponde a un estudio de los estados financieros de la entidad emisora, históricos y proyectados, donde se analizan diferentes aspectos reflejados en el balance general, el estado de pérdidas y ganancias y los flujos de efectivo históricos y proyectados.

La metodología de GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. no considera los índices financieros de forma aislada para después entrar en algún sistema de ponderación. Por el contrario, supone que la calificación cuantitativa obtenida por una entidad responde a una acción conjunta de los indicadores que llevan a esa calificación. En este sentido, el conjunto de índices financieros reseñados y escogidos para ser estudiados, determinan una puntuación que refleja la posición relativa de la empresa frente a una muestra de entidades calificadas anteriormente por GlobalRatings lo que permite determinar un puntaje, que va de 1 para la entidad menos calificada hasta 10 para entidad más calificada. El puntaje obtenido por medio de un sistema de regresión permite cuantificar, en la medida de lo posible, las características con respecto a la capacidad del emisor para realizar, dentro de los plazos establecidos y en su totalidad, los pagos correspondientes a intereses y principal de su deuda. Con esta consideración, el análisis se centra en tres aspectos financieros principales: liquidez, endeudamiento y solvencia, y rendimiento.

Una vez determinado el puntaje reseñado, el perfil financiero se determina en una segunda fase, que analiza algunos índices que permiten conocer aspectos trascendentales como la evolución de la deuda neta, la capacidad de pago de esa deuda con varios parámetros de medición y los márgenes de maniobra que tiene la empresa para cumplir a cabalidad con el servicio de la deuda sin menoscabar su operatividad.

PREMISAS DE PROYECCIÓN

En consideración a lo anterior, el análisis del perfil financiero contempla de forma primordial las premisas de la proyección de situación financiera del Emisor durante el periodo de vigencia de la Emisión en análisis, que se basan en los resultados reales de la compañía y en el comportamiento histórico adoptado durante el periodo analizado. En el caso puntual de INMOBILIARIA DEL SOL S.A. MOBILSOL la realidad a la fecha del presente informe está condicionada por la emergencia sanitaria y la consecuente paralización de actividades económicas. La compañía presentó un decrecimiento en las ventas hasta junio de 2020 y a pesar de que a la fecha ya mantiene sus operaciones con relativa normalidad, podría darse el caso de que la contracción en la capacidad adquisitiva de la población repercuta sobre las ventas. Por lo tanto, en un escenario conservador, se proyecta una baja del 14% en las ventas al cierre de 2020, con una posterior recuperación a partir de 2021, con crecimientos anuales de 8% para el 2021 tomando en cuenta la ampliación del centro comercial y del 5% para el 2022 al 2026. Los gastos operativos fluctuarán de acuerdo con el comportamiento de las ventas, en función del comportamiento histórico, mientras que los gastos financieros responderán a la colocación y amortización de la Cuarta Emisión de Obligaciones durante el periodo proyectado.

En cuanto al Estado de Situación Financiera, se estima que la cartera incrementará para 2020 a pesar de la disminución de las ventas, en función de la menor liquidez circulante y, por lo tanto, una menor recuperación de cartera durante el periodo. Esta debería tender a normalizarse a partir de 2021, no obstante, el incremento de la actividad de la compañía y los recursos provenientes de la presente emisión permitirán incrementar el financiamiento a cliente, impulsando al alza las cuentas comerciales. Se estima que el nivel de propiedad, planta y equipo y las propiedades de inversión incrementarán en un porcentaje similar al histórico del 2020 al 2026. Cabe señalar que las premisas utilizadas en estos rubros podrían resultar conservadoras frente al promedio histórico, lo cual generaría una menor necesidad de flujo y beneficiaría a la liquidez de la compañía. Se estima que la estructura del pasivo mantendrá un comportamiento similar al histórico, con una disminución en los pasivos totales conforme se vaya amortizando la Emisión en cuestión.

PREMIAS	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
	Actual	Actual	Actual	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Proyectado
Ingresos de actividades ordinarias	20.738	20.923	21.416	-14%	8%	5%	5%	5%	5%	5%
Costo de ventas y producción	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Gasto de Ventas	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Cuentas por Cobrar (CP)	10%	14%	10%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%
Cuentas por Cobrar (LP)	5%	5%	2%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
Provisiones	4%	4%	6%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
Inventarios	0%	0%	0%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Mercadería en tránsito	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Cuentas por Pagar (CP)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Cuentas por Pagar (LP)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Tabla 24: Premisas utilizadas en la proyección de indicadores (% en función de ingresos y costo de venta).

Fuente: INMOBILIARIA DEL SOL S.A. MOBILSOL; **Elaboración:** GlobalRatings

ÍNDICES DE LIQUIDEZ, SOLVENCIA Y RENTABILIDAD

Los índices financieros seleccionados fueron determinados en base al estudio del poder explicativo de cada uno de manera independiente, y en su conjunto, sobre la capacidad financiera de la empresa en análisis. Los índices de liquidez, endeudamiento y solvencia y rendimiento se calculan para cada uno de los años que cubre el estudio, tanto históricos como proyectados.

ÍNDICES	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
	Actual	Actual	Actual	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Proyectado
Activos Corrientes / Pasivos Corrientes	0,64	0,82	0,52	0,50	0,52	0,53	0,55	0,65	0,95	1,05
Pasivos Corrientes / Pasivos Totales	0,29	0,33	0,28	0,26	0,28	0,30	0,32	0,35	0,29	0,28
Pasivos Totales / Activos Totales	0,34	0,32	0,35	0,39	0,37	0,34	0,31	0,27	0,24	0,23
Deuda Financiera / Pasivos Totales	0,12	0,09	0,21	0,30	0,26	0,21	0,16	0,09	0,01	-
Deuda LP / Activos Totales	0,02	0,00	0,06	0,10	0,07	0,05	0,03	0,00	-	-
EBITDA / Gastos Financieros	9,87	33,66	114,83	13,56	14,12	18,58	24,15	44,14	108,64	2.472,05
Utilidad Operacional / Ventas	0,47	0,48	0,48	0,47	0,47	0,47	0,47	0,47	0,45	0,45
Margen Bruto / Ventas	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Utilidad Neta / Patrimonio	0,12	0,12	0,12	0,10	0,11	0,11	0,13	0,10	0,10	0,10

Tabla 25: Índices financieros reales y proyectados.

Fuente: INMOBILIARIA DEL SOL S.A. MOBILSOL; **Elaboración:** GlobalRatings

LIQUIDEZ

INMOBILIARIA DEL SOL S.A. MOBILSOL mantuvo un índice de liquidez inferior a la unidad durante todo el periodo analizado, debido al giro de negocio de la compañía el cual requiere altos montos de inversión en propiedad, planta y equipo (en este caso propiedades de inversión) las cuales representan más del 80% del total de los activos. Al término de 2019 el coeficiente de liquidez pasó de 0,82 a 0,52, debido, por un lado, debido a la liquidación de inversiones temporales y por otro, al surgimiento de pasivos inmediatos al cierre del periodo como valores por pagar a proveedores y nuevos préstamos bancarios. Se estima que este comportamiento se mantenga y mejore para los años proyectados, considerando que los recursos de fondeo a largo plazo provenientes de la Cuarta Emisión de Obligaciones serán utilizados en 85% para financiar capital de trabajo.

Durante el periodo analizado, el pasivo se concentró históricamente en el largo plazo, comportamiento que se estima se mantendrá durante la vigencia de la emisión, con una participación promedio de los pasivos corrientes del 30% sobre el pasivo total dentro del periodo de estudio (2017-2019). Esto genera holgura sobre los flujos de la compañía para cubrir las obligaciones con vencimientos corrientes.

De esta manera, es opinión de GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. que la compañía INMOBILIARIA DEL SOL S.A. MOBILSOL mantiene una liquidez adecuada que le permite hacer frente de manera oportuna a los vencimientos de sus obligaciones, así como a shocks externos bajo un escenario de estrés.

ENDEUDAMIENTO Y SOLVENCIA

Los índices seleccionados demuestran que la empresa se encuentra bien capitalizada; el total de pasivos representa cerca del 35% de los activos a diciembre 2019, lo que señala que existe una autonomía financiera y una estructura de financiamiento de bajo riesgo, que permite un amplio margen de maniobra en el caso de ser necesario para poder cubrir las obligaciones.

La deuda financiera representó el 21% del pasivo total a diciembre de 2019 (9% para diciembre 2018), en función a la nueva deuda con el Banco de Guayaquil adquirida en el año 2019. La deuda financiera presentará un comportamiento similar al histórico durante el periodo proyectado, con un incremento al cierre de 2020 producto de la colocación de la Cuarta Emisión de Obligaciones, y una consecuente disminución para años posteriores en función de la amortización de los valores. Al financiar sus operaciones mediante recursos

provenientes del Mercado de Valores, la compañía puede adecuar los plazos y fijar las tasas de acuerdo con su necesidad y conveniencia.

Durante el periodo histórico analizado, el EBITDA presentó una cobertura de más de 9 veces sobre los gastos financieros, la cual se proyecta incrementará en el periodo comprendido entre 2020 y 2026, en función de la expansión de los resultados y de la amortización de la Cuarta Emisión de Obligaciones, que generará pagos de intereses más bajos año tras año. Esto evidencia que la compañía cuenta con la capacidad de cubrir sus obligaciones en el largo plazo.

RENTABILIDAD

INMOBILIARIA DEL SOL S.A. MOBILSOL es una empresa que se caracteriza por la generación de resultados consistentemente positivos y crecientes.

El margen operacional revela que la compañía ha sido eficiente para generar ganancias a partir de sus operaciones ordinarias. Al cierre de 2019 el margen operacional fue de 48%, porcentaje que se mantuvo estable desde el 2018, lo que señala eficiencia operativa generada por la estabilidad de los gastos operativos a pesar del crecimiento en las ventas. Durante el periodo de vigencia de la Emisión, se estima que el margen operacional mantendrá los valores históricos de 47% para los años 2020 al 2026.

El rendimiento sobre el patrimonio promedió el 12% del 2017 al 2019, fruto de la evolución favorable que tuvo el emisor dentro del periodo analizado. Este rendimiento se encuentra por encima del promedio de la industria y se compara favorablemente con inversiones alternativas. Este comportamiento se mantendrá entre 2020 y 2026 reflejando la alta capacidad de la compañía de generar retornos para los inversionistas.

INDICADORES PROYECTADOS

Como se mencionó, el análisis del perfil financiero incluye, además de los índices calculados reseñados en párrafos anteriores, el estudio de otros parámetros que permiten dar una visión más global de la capacidad de pago de la empresa.

DEUDA NETA	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
	Actual	Actual	Actual	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Proyectado
Obligaciones con entidades financieras CP	-	814	832	1.008	1.008	1.008	1.008	1.008	-	-
Obligaciones emitidas CP	1.617	1.200	300	729	972	972	972	972	243	-
Obligaciones con entidades financieras LP	-	-	5.039	4.031	3.024	2.016	1.008	-	-	-
Obligaciones emitidas LP	1.500	300	-	4.131	3.159	2.187	1.215	243	-	-
Efectivo y equivalentes al efectivo	776	859	818	921	970	846	842	1.279	1.381	1.275
Activos financieros disponibles para la venta	1.319	2.500	309	371	445	534	641	769	922	1.107
	1.022	(1.045)	5.045	8.607	6.747	4.803	2.720	175	(2.060)	(2.382)

Tabla 26: Evolución deuda neta (miles USD).

Fuente: INMOBILIARIA DEL SOL S.A. MOBILSOL; Elaboración: GlobalRatings

En el cuadro se aprecia que en el periodo histórico la compañía mantuvo una deuda neta razonable, en donde el efectivo y los equivalentes de efectivo pudieron cubrir en su mayoría a la deuda con costo durante todo el periodo analizado, evidenciando la liquidez y solvencia que caracteriza a la compañía. Para 2020 se evidencia un incremento en la deuda neta producto de la colocación de la Cuarta Emisión de Obligaciones; no obstante, este rubro se proyecta a la baja para los siguientes años, y se estima que al término de 2022 la compañía regresará a valores históricos.

INDICADORES	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
	Actual	Actual	Actual	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Proyectado
Deuda Neta	1.022	-	5.045	8.669	6.812	4.871	2.791	250	-	-
Flujo Libre de Efectivo (FLE)	6.860	8.936	9.078	6.291	6.559	6.938	7.306	7.595	7.335	8.092
Necesidad Operativa de Fondos	1.815	2.256	1.270	1.297	1.405	1.523	1.647	1.786	2.229	2.486
Años de Pago con EBITDA (APE)	0	-	0	1	1	0	0	0	-	-
Años de Pago con FLE (APF)	0	-	1	1	1	1	0	0	-	-
Servicio de Deuda (SD)	2.371	1.101	1.300	1.032	1.592	1.804	1.692	1.051	712	(1.026)
Razón de Cobertura de Deuda DSCRC	4,63	10,48	9,21	9,98	6,75	6,20	6,90	11,58	17,19	(12,44)

Tabla 27: Evolución de indicadores.

Fuente: INMOBILIARIA DEL SOL S.A. MOBILSOL; Elaboración: GlobalRatings

Los Estados Financieros históricos y proyectados revelan que la compañía está en capacidad de generar flujos positivos mediante sus actividades operativas durante todos los periodos, aún bajo escenarios estresados. La disminución proyectada para 2020 corresponde al destino de los recursos de la Cuarta Emisión de Obligaciones, que se estima se utilizarán para el pago a proveedores y gastos operativos y administrativos de la empresa. Para 2020 y 2021, la evolución del EBITDA evidencia que la compañía está en capacidad de cubrir

su deuda neta con la generación operativa de un año, y el flujo libre de efectivo proyectado para 2020 al 2022 demuestra que los años de pago con flujo libre de efectivo serán de igual manera de 1.

La razón de cobertura de la deuda se define como la utilidad operativa más las depreciaciones y amortizaciones, dividido por el servicio de la deuda, que consiste en los pagos que deben hacerse en el año por concepto de amortizaciones de deudas financieras, junto con el gasto financiero asociado. El cuadro demuestra que, durante todo el periodo, tanto histórico como proyectado, la generación operativa es más que suficiente para hacer frente al servicio de la deuda.

CATEGORÍA DE CALIFICACIÓN

AAA

Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una excelente capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se verá afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenece y a la economía en general.

El signo más (+) indicará que la calificación podrá subir hacia su inmediato superior, mientras que el signo menos (-) advertirá descenso en la categoría inmediata inferior.

Conforme el Artículo 3, Sección I, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, la calificación de un instrumento o de un emisor no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo, ni la estabilidad de su precio sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste. Es por lo tanto evidente que la calificación de riesgos es una opinión sobre la solvencia del emisor para cumplir oportunamente con el pago de capital, de intereses y demás compromisos adquiridos por la empresa de acuerdo con los términos y condiciones del Prospecto de Oferta Pública, de la respectiva Escritura Pública de Emisión y de más documentos habilitantes.

El Informe de Calificación de Riesgos de la Cuarta Emisión de Obligaciones INMOBILIARIA DEL SOL S.A. MOBILSOL, ha sido realizado con base en la información entregada por la empresa y a partir de la información pública disponible.

Atentamente,



Ing. Hernán Enrique López Aguirre PhD(c)
Gerente General

ANEXOS

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	JUNIO 2019	JUNIO 2020
	Actual	Actual	Actual	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Interanual	Interanual
ACTIVO	75.617	79.128	83.750	83.854	84.107	85.125	86.542	91.433	94.556	96.664	79.813	83.550
ACTIVO CORRIENTE	4.670	6.787	4.160	4.292	4.521	4.606	4.842	5.701	6.393	6.693	5.550	4.434
Documentos y cuentas por cobrar clientes no relacionados CP	2.109	2.929	2.227	2.184	2.293	2.407	2.528	2.654	3.070	3.224	3.740	1.926
Propiedad de inversión	65.823	66.927	74.547	74.547	74.547	75.293	76.272	89	93	103	69.210	74.276
ACTIVO NO CORRIENTE	70.948	72.341	79.590	79.562	79.585	80.519	81.700	85.732	88.163	89.971	74.262	79.117
PASIVO	25.442	25.139	29.141	32.746	31.009	29.029	27.049	25.069	22.774	22.437	27.002	36.932
PASIVO CORRIENTE	7.293	8.272	8.034	8.515	8.758	8.758	8.758	8.758	6.706	6.369	10.668	11.853
Cuentas y documentos por pagar no relacionadas CP	370	748	1.038	1.038	1.038	1.038	1.038	1.038	934	841	2.521	1.465
Obligaciones con entidades financieras CP	-	814	832	1.008	1.008	1.008	1.008	1.008	-	-	-	-
Obligaciones emitidas CP	1.617	1.200	300	729	972	972	972	972	243	-	5.450	552
PASIVO NO CORRIENTE	18.149	16.866	21.107	24.230	22.251	20.271	18.291	16.311	16.068	16.068	16.333	25.079
Obligaciones con entidades financieras LP	-	-	5.039	4.031	3.024	2.016	1.008	-	-	-	-	5.039
Obligaciones emitidas LP	1.500	300	-	4.131	3.159	2.187	1.215	243	-	-	300	4.800
Ingresos diferidos	15.574	15.966	15.501	15.501	15.501	15.501	15.501	15.501	15.501	15.501	15.443	14.639
PATRIMONIO NETO	50.176	53.990	54.609	51.109	53.098	56.096	59.493	66.364	71.782	74.227	52.811	46.618
Capital suscrito o asignado	14.359	14.359	14.359	14.359	14.359	14.359	14.359	14.359	14.359	14.359	14.359	14.359
Aportes para futuras capitalizaciones	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ganancias o pérdidas acumuladas	6.020	6.585	6.657	13.118	18.417	24.006	30.004	36.401	43.272	50.291	20.841	20.875
Ganancia o pérdida neta del período	5.943	6.388	6.460	5.299	5.589	5.998	6.397	6.871	7.018	7.444	4.696	1.370

ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	JUNIO 2019	JUNIO 2020
	Actual	Actual	Actual	Actual	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Interanual	Interanual
Ingresos de actividades ordinarias	20.474	20.738	20.923	21.416	18.504	19.430	20.401	21.421	22.492	23.617	24.798	9.922	6.511
Costo de ventas y producción	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Margen bruto	20.474	20.738	20.923	21.416	18.504	19.430	20.401	21.421	22.492	23.617	24.798	9.922	6.511
(-) Gastos de administración	(11.900)	(11.040)	(10.879)	(11.051)	(9.807)	(10.298)	(10.813)	(11.353)	(11.921)	(12.989)	(13.639)	(3.914)	(4.006)
(-) Gastos de ventas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(+) Otros ingresos operacionales	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(-) Otros gastos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(1.255)	(784)
Utilidad operativa	8.574	9.699	10.043	10.364	8.697	9.132	9.589	10.068	10.571	10.628	11.159	4.753	1.721
(-) Gastos financieros	293	(1.113)	(343)	(104)	(760)	(760)	(602)	(483)	(276)	(113)	(5)	(18)	(262)
Ingresos (gastos) no operacionales neto	165	120	334	91	56	58	61	64	67	71	74	(39)	(49)
Utilidad antes de participación e impuestos	9.032	8.705	10.034	10.351	7.993	8.430	9.047	9.649	10.363	10.586	11.228	4.696	1.410
(-) Participación trabajadores	(1.355)	(1.288)	(1.505)	(1.553)	(1.199)	(1.264)	(1.357)	(1.447)	(1.554)	(1.588)	(1.684)	-	(41)
Utilidad antes de impuestos	7.677	7.418	8.529	8.798	6.794	7.165	7.690	8.201	8.809	8.998	9.544	4.696	1.370
(-) Gasto por impuesto a la renta	(1.736)	(1.474)	(2.141)	(2.338)	(1.495)	(1.576)	(1.692)	(1.804)	(1.938)	(1.980)	(2.100)	-	-
Utilidad neta	5.941	5.943	6.388	6.460	5.299	5.589	5.998	6.397	6.871	7.018	7.444	4.696	1.370
EBITDA	9.876	10.982	11.546	11.970	10.303	10.738	11.195	11.674	12.177	12.234	12.765	5.357	2.408

ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
	Actual	Actual	Actual	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Proyectado
Flujo Actividades de Operación	6.860	8.936	9.078	6.353	6.562	6.942	7.309	7.598	7.261	8.092
Flujo Actividades de Inversión	(1.388)	(2.590)	(9.224)	(1.177)	(1.177)	(2.086)	(2.333)	(5.182)	(3.579)	(2.956)
Flujo Actividades de Financiamiento	(5.191)	(5.191)	(2.086)	(5.072)	(5.337)	(4.980)	(4.980)	(1.980)	(3.580)	(5.243)
Saldo Inicial de Efectivo	2.053	2.095	3.358	818	921	970	846	842	1.279	1.381
Flujo del período	42	1.263	(2.232)	104	49	(124)	(3)	437	102	(106)
Saldo Final de efectivo	2.095	3.358	1.127	921	970	846	842	1.279	1.381	1.275

La calificación otorgada por GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. está realizada en base a la siguiente metodología, aprobada por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros:

EMISIÓN DE DEUDA, aprobada en mayo 2020

Para más información con respecto de esta metodología, favor consultar: <https://www.globalratings.com.ec/sitio/metodologias/>

GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. a partir de la información proporcionada, procedió a aplicar su metodología de calificación que contempla dimensiones cualitativas y cuantitativas que hacen referencia a diferentes aspectos dentro de la calificación. La opinión de GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. al respecto ha sido fruto de un estudio realizado mediante un set de parámetros que cubren: perfil externo, perfil interno y perfil financiero, generando un análisis de la capacidad de pago, por lo que no necesariamente reflejan la probabilidad estadística de incumplimiento de pago, entendiéndose como tal, la imposibilidad o falta de voluntad de un emisor para cumplir con sus obligaciones contractuales de pago con lo cual los acreedores y/o tenedores se verían forzados a tomar medidas para recuperar su inversión, incluso, a reestructurar la deuda debido a una situación de estrés enfrentada por el deudor. No obstante, lo anterior, para darle mayor validez a nuestras opiniones de calidad crediticia, nuestra metodología considera escenarios de estrés. GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. guarda estricta reserva de aquellos antecedentes proporcionados por la empresa y que ésta expresamente haya indicado como confidenciales. Por otra parte, GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. no se hace responsable por la veracidad de la información proporcionada por la empresa, se basa en el hecho de que la información es obtenida de fuentes consideradas como precisas y confiables, sin embargo, no valida, ni garantiza, ni certifica la precisión, exactitud o totalidad de cualquier información y no es responsable de cualquier error u omisión o por los resultados obtenidos por el uso de esa información. La información que se suministra está sujeta, como toda obra humana, a errores u omisiones que impiden una garantía absoluta respecto de la integridad de la información. GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. emite sus calificaciones y/u opiniones de manera ética y con apego a las sanas prácticas de mercado y a la normativa aplicable que se encuentra contenida en la página de la propia calificadora www.globalratings.com.ec, donde se pueden consultar documentos como el Código de Conducta, las metodologías o criterios de calificación y las calificaciones vigentes.

INFORMACIÓN QUE SUSTENTA EL PRESENTE INFORME	
INFORMACIÓN MACRO	Entorno macroeconómico del Ecuador. Situación del sector y del mercado en el que se desenvuelve el Emisor.
INFORMACIÓN EMISOR	Información cualitativa. Información levantada "in situ" durante el proceso de diligencia debida. Información financiera auditada de los últimos tres años, e interanual con corte máximo dos meses anteriores al mes de elaboración del informe y los correspondientes al año anterior al mismo mes que se analiza. Proyecciones Financieras. Detalle de activos menos deducciones firmado por el representante legal.
INFORMACIÓN EMISIÓN	Documentos legales de la Emisión.
OTROS	Otros documentos que la compañía consideró relevantes.

De acuerdo con el Artículo 5, Sección I, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, la calificación de riesgos de la Emisión en análisis deberá ser revisada semestralmente hasta la remisión de los valores emitidos. En casos de excepción, la calificación de riesgo podrá hacerse en períodos menores a seis meses, ante la presencia de hechos relevantes o cambios significativos que afecten la situación del emisor.