

CALIFICACIÓN:

Tercera Emisión de Obligaciones	AAA
Tendencia	
Acción de calificación	Revisión
Metodología	Valores de deuda
Fecha última calificación	enero 2023

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 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, y de la respectiva Escritura Pública de Emisión y de más documentos habilitantes.

HISTORIAL CALIFICACIÓN	FECHA	CALIFICADORA
AAA	jul-2021	GlobalRatings
AAA	ene-2022	GlobalRatings
AAA	jul-2022	GlobalRatings

CONTACTO

Hernán López
Presidente Ejecutivo
hlopez@globalratings.com.ec

Mariana Ávila
Vicepresidente Ejecutivo
mavila@globalratings.com.ec

GLOBAL RATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. otorgó la calificación de AAA para la Tercera Emisión de Obligaciones de INMOBILIARIA LAVIE S.A. en comité No. 174-2023, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el día 07 de julio de 2023; con base en los estados financieros auditados de los periodos 2020, 2021 y 2022, estados financieros internos, proyecciones financieras, estructuración de la emisión y otra información relevante con fecha mayo de 2023. (Aprobada por la Superintendencia de Compañías Valores y Seguros mediante Resolución No. SCVS.INMV.DNAR.SA.2021.0007317, emitida el 27 de agosto de 2021 por un monto de hasta USD 30.000.000).

FUNDAMENTOS DE CALIFICACIÓN

- El sector de la construcción es uno de los sectores que más participación tiene respecto al PIB. En el primer trimestre de 2023, el sector presentó una variación anual negativa de 6,48%, relacionado con una caída en el empleo registrado en el sector, una reducción en el número de operaciones del sector inmobiliario concedido por el sistema financiero privado y un leve crecimiento del PIB de la economía de 0,69%. El Banco Central del Ecuador (BCE), proyecta que el PIB del sector crezca 4,5% en 2023, sin embargo, esta cifra podría variar junto a un panorama fiscal más complejo que puede disminuir la inversión en infraestructura pública.
- INMOBILIARIA LAVIE S.A. es una compañía ecuatoriana con más de 38 años de experiencia y trayectoria dentro del sector inmobiliario, perteneciente a uno de los grupos empresariales más grandes del país. El manejo de la compañía se encuentra alineado al del Grupo El Rosado, estableciéndose como un pilar fundamental para el crecimiento del *holding* que abarca algunas de las marcas más importantes dentro del segmento detallista, las cuales mantienen contratos de arrendamiento vigentes en las propiedades de inversión que maneja la empresa, y manteniendo una importante participación en diversos sectores económicos a nivel nacional. INMOBILIARIA LAVIE S.A. no cuenta con prácticas de gobierno corporativo; sin embargo, su estructura organizacional y su gestión funcional, fueron establecidas de acuerdo con el desarrollo de las actividades del negocio, requerimientos estratégicos y los objetivos empresariales del grupo al cual pertenece.
- Los ingresos de la compañía provienen del arrendamiento o concesión de espacios dentro de los locales y centro comerciales que la compañía mantiene dentro de sus propiedades de inversión, principal rubro del activo. Durante 2020 y 2021, la compañía inauguró un comisariato al norte de la ciudad de Guayaquil y la ampliación del Gran Riocentro Ceibos. Adicionalmente, durante 2022 se dio la apertura del Riocentro Quito, lo cual permitió mantener niveles de ingresos incrementales, después del descenso que existió en 2020. Para mayo de 2023, el incremento de los ingresos se mantiene ante la apertura de nuevos locales y centros comerciales.
- La compañía mantiene una adecuada posición financiera, con una fortaleza patrimonial importante lo que repercute en un nivel de apalancamiento estable en valores promedio cercanos a la unidad. Adicionalmente, presentó una adecuada estructura de la deuda entre el corto y largo plazo, gracias a la reestructura realizada durante 2020 en donde disminuyó la concentración de pasivos de corto plazo disminuyendo la presión sobre los flujos de la compañía.
- INMOBILIARIA LAVIE S.A. históricamente mantuvo un flujo libre de efectivo positivo a excepción de 2021 consecuente con un mayor plazo otorgado a clientes relacionados y la disminución de cuentas por pagar a empresas del grupo; para el cierre de 2022, reversó el comportamiento anterior. La compañía continuó con inversiones en CAPEX que van alineadas a su visión estratégica y giro de negocio, lo que le permite incrementar los ingresos en periodos futuros. El flujo negativo generado a nivel de actividades de inversión fue cubierto parcialmente por nuevos préstamos con la banca local y a través de las continuas colocaciones de instrumentos en el Mercado de Valores ocasionando un flujo de actividades de financiamiento positivo. Las proyecciones evidencian que la compañía está en capacidad de hacer frente a los pagos de deuda con el Mercado de Valores de manera oportuna.
- Las garantías que respaldan la emisión se mantienen vigentes en el periodo de análisis, generando una cobertura adecuada sobre límites preestablecidos. De igual manera, se cumple con los resguardos de ley y el límite de endeudamiento que restringe la relación de pasivo con costo (deuda financiera) / patrimonio en un valor no mayor a 2 veces.

DESEMPEÑO HISTÓRICO

Los ingresos de INMOBILIARIA LAVIE S.A. provienen de arriendo de locales comerciales en los diferentes centros comerciales administrados por Administradora del Pacífico S.A. ADEPASA propiedad de Grupo El Rosado. La compañía presentó altos niveles de ventas durante el periodo analizado (2020 – 2022) con variaciones marginales crecientes. Para 2020, debido a que las actividades económicas a nivel nacional y mundial se vieron restringidas por la emergencia sanitaria la empresa demostró una baja dentro de los ingresos, sin embargo, recuperándose para 2021, en función del retorno paulatino de las operaciones en los centros comerciales cumpliendo con las normas sanitarias vigentes, adicionalmente de la apertura y ampliación de centros y locales comerciales durante 2021 que continuaron durante 2022. En el periodo de estudio los ingresos de la compañía mantuvieron un crecimiento de 47%.

A mayo de 2023, los ingresos continúan en ascenso reportando un crecimiento de 7% con respecto al interanual, evidenciando una mayor operatividad por parte de la compañía en lo que se refiere a nuevos arriendos y concesiones consecuente con la apertura de nuevos centros comerciales y locales.

La compañía mantuvo una constante optimización de gastos operativos, tanto por la dinámica de precios de mercado, como por una adecuada gestión de costos y gastos. La compañía mantiene una cobertura satisfactoria del EBITDA sobre gastos financieros durante 2022, alrededor de 13 veces (9 veces para mayo de 2023).

Las propiedades de inversión constituyen el principal activo de la compañía, representando en promedio 86% durante el periodo bajo análisis (2020 – mayo 2023). INMOBILIARIA LAVIE S.A. presentó un incremento paulatino en el monto de activos gracias a inversiones en propiedad, planta y equipos y propiedades de inversión, donde se agrupan los diversos bienes inmuebles de la compañía, así como las obras en curso. Durante 2020 y 2021, la compañía realizó inversiones considerables, las que fueron financiadas a través de nuevos préstamos bancarios locales, los que se concentraron principalmente en el largo plazo, para 2022 se mantuvieron estables con respecto a inversiones anteriores.

En línea con la visión estratégica de la compañía, la política de financiamiento ha sido respaldar las operaciones a través de recursos propios acompañado de créditos obtenidos con entidades financieras y Mercado de Valores. A partir de 2020, se dio una nueva estructura del pasivo, concentrando su mayor proporción en el largo plazo e incrementando la participación de pasivos con costo sobre el total de pasivos de la compañía.

La deuda neta; es decir, las obligaciones con costo de corto y largo plazo menos el efectivo y sus equivalentes, se mantuvo en una tendencia alcista, dentro de niveles controlados, presentando su nivel más alto en 2022. En lo que va de 2023, la tendencia se mantuvo, con valores similares al del cierre de 2022. El nivel de apalancamiento, a pesar del incremento continuo en el periodo de estudio, se mantiene en niveles aceptables dado el giro de negocio de la compañía y la fortaleza patrimonial demostrada.

El patrimonio de la empresa mantuvo movimientos marginales, influenciados principalmente por los resultados del ejercicio y reservas de capital crecientes. La robustez patrimonial de la compañía se evidencia en la participación que mantiene sobre los activos que promedió en el periodo de estudio 48%. Los niveles de rentabilidad fueron aceptables para una empresa con la fortaleza patrimonial y la estructura de financiamiento que mantiene.

RESULTADOS E INDICADORES	2020	2021	2022	2023	2024	2025	MAYO 2022	MAYO 2023
	REAL			PROYECTADO			INTERANUAL	
Ingresos de actividades ordinarias (miles USD)	16.968	22.014	25.011	26.262	27.575	28.954	10.133	10.887
Utilidad operativa (miles USD)	3.062	4.616	2.161	3.415	3.586	3.765	1.792	1.173
Utilidad neta (miles USD)	1.633	1.350	47	1.260	1.687	1.775	(193)	315
EBITDA (miles USD)	9.242	12.853	16.501	18.365	19.184	20.052	6.082	5.716
Deuda neta (miles USD)	85.794	122.242	129.871	124.640	125.456	124.765	122.016	130.328
Flujo libre de efectivo (FLE) (miles USD)	1.392	(10.092)	21.157	16.787	6.958	6.386	-	-
Necesidad operativa de fondos (miles USD)	(5.281)	(1.517)	(1.270)	(9.416)	(9.887)	(10.381)	(2.116)	(13.779)
Servicio de deuda (SD) (miles USD)	17.200	25.006	31.755	3.583	13.938	21.157	33.852	3.536
Razón de cobertura de deuda DSCRC	0,54	0,51	0,52	5,13	1,38	0,95	0,18	1,62
Capital de trabajo (miles USD)	(29.785)	(13.943)	3.983	(15.824)	(30.638)	(30.345)	4.610	(12.375)
ROE	1,28%	1,05%	0,04%	0,97%	1,28%	1,33%	-0,36%	0,59%
Apalancamiento	0,92	1,10	1,27	1,31	1,29	1,28	1,17	1,34

Fuente: Estados financieros auditados 2019 – 2021; internos diciembre 2022, mayo 2022 y mayo 2023

EXPECTATIVAS PARA PERIODOS FUTUROS

Las premisas de la proyección de la situación financiera de INMOBILIARIA LAVIE S.A. para el periodo 2023 - 2025 se basan en los resultados reales de la compañía y en un escenario conservador para el futuro. El sector en el

que INMOBILIARIA LAVIE S.A. se desenvuelve y el buen manejo y prestigio de la empresa han contribuido a que la compañía mantenga sus operaciones con normalidad en periodos de estrés y genere la apertura de nuevos locales. Sin embargo, en un escenario conservador, para 2023 se proyectan ingresos con un crecimiento de 5% con respecto a 2022, tomando en cuenta el crecimiento a febrero de 2023. Se consideraron estas premisas bajo un escenario conservador, dado por la recuperación gradual del consumo y por las nuevas inversiones realizadas por la compañía que suponen un mayor número de inmuebles y por lo tanto de ingresos por concepto de arrendamientos y concesiones.

En lo que respecta al de gastos operativos, se proyecta una participación sobre ventas de 87% de acuerdo con el comportamiento de las ventas y en concordancia con el comportamiento histórico, mientras que los gastos financieros responderán a la colocación y amortización de las deudas con entidades financieras y el Mercado de Valores de acuerdo con las necesidades de fondeo estimadas.

El flujo libre de efectivo se mantiene positivo en la proyección, lo que mantiene años de pago a la baja para 2023 con respecto a 2022. Inversión constante en CAPEX, similar a la realizada en 2022, financiada parcialmente con un flujo de actividades de financiamiento positivo, le permitirá a INMOBILIARIA LAVIE S.A. generar flujo neto en el periodo, y un saldo final de efectivo robusto.

En el escenario descrito, la compañía presenta buenos resultados con un retorno sobre el patrimonio favorable en la proyección y con niveles de deuda neta que se estima se mantendrán en el futuro. La proyección arroja como resultado indicadores financieros favorables, con un capital de trabajo negativo coherente con el propio giro de negocio, pero que no afecta a la liquidez de la compañía, un apalancamiento superior a la unidad coherente con la estrategia del grupo, aunque presentando estabilidad; y una disponibilidad de fondos más que suficiente para cubrir sus obligaciones y financiar el desarrollo de nuevos establecimientos o locales comerciales.

Los activos totales mantendrán un incremento sostenido por las constantes inversiones en propiedades de inversión y niveles de cuentas por cobrar con relacionadas que supondrán mantengan la misma tendencia de los ingresos dada la estrategia del grupo y el giro de negocio.

Los pasivos totales, ante una necesidad de financiamiento alta, mantienen un comportamiento creciente dada la renovación de créditos con entidades financieras e instrumentos en el Mercado de Valores. La estructura de deuda se concentra en el largo plazo, aliviando el peso sobre los flujos de la compañía y bajo condiciones favorables. Esto último evidenciado en los amplios plazos de pago y periodos de gracia en sus últimas emisiones.

La deuda neta de la empresa se mantiene similar a la mantenida en 2022, ante la renovación ya mencionada de obligaciones con entidades financieras, y niveles de efectivo robustos. El servicio de la deuda decrece considerablemente para 2023 ante la cancelación de los instrumentos de corto plazo, adicionalmente tomando en cuenta los periodos de gracia que mantiene los instrumentos vigentes y créditos obtenidos con entidades financieras con condiciones favorables en cuanto a plazos.

La robustez patrimonial histórica, y que se mantiene en la proyección, le permite financiar una cuota importante de sus inversiones con recursos propios, adicionalmente del respaldo implícito del grupo empresarial El Rosado al cual pertenece la compañía.

FACTORES DE RIESGO

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. identifica como riesgos previsible 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, 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 colapsar todo el funcionamiento del mecanismo. De esta manera, el incumplimiento de pagos por parte de cualquiera de las empresas afectaría los flujos de la compañía. El riesgo de una cadena de impago se incrementó fruto de la paralización económica y su efecto sobre la liquidez del sector real producto de la pandemia, fenómeno que ha cedido de manera importante. Por otra parte, la inestabilidad política es otro factor para considerar. La compañía mitiga el riesgo porque en su gran mayoría cadenas de comercialización importantes en el país.

- 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 una variedad de líneas de negocio y una adecuada diversificación de proveedores, que permiten 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 INMOBILIARIA LAVIE S.A., lo anterior representa un riesgo debido a que estos cambios pueden alterar las condiciones operativas. Sin embargo, este riesgo se mitiga debido a que la mayor parte de los contratos son 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 aplicaciones de software contra fallas que puedan ocurrir, para así posibilitar la recuperación en el menor tiempo posible y sin pérdida de la información.

Se debe indicar que los activos que respaldan la Emisión, de acuerdo con la declaración juramentada son la propiedad, planta y equipo y propiedades de inversión libres de gravamen. Los activos que respaldan la presente Emisión pueden ser liquidados, por la naturaleza y el tipo. Al respecto:

- Afectaciones causadas por factores como catástrofes naturales, robos e incendios en los cuales los activos fijos se pueden ver afectados, total o parcialmente, lo que generaría pérdidas económicas a la compañía. El riesgo se mitiga con una póliza de seguros que mantienen sobre los activos con la empresa Ecuatoriano Suiza S.A. y Seguros Unión S.A.

Se debe indicar que dentro de las cuentas por cobrar que mantiene INMOBILIARIA LAVIE S.A. se registran cuentas por cobrar compañías relacionadas por USD 2,01 millones, por lo que los riesgos asociados podrían ser:

- Las cuentas por cobrar compañías relacionadas corresponden al 1% de los activos totales, por lo que su efecto sobre el respaldo de la Tercera Emisión de Obligaciones no es 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, se podría generar un efecto negativo en los flujos de la empresa. Por esta razón, la compañía mantiene adecuadamente documentadas estas obligaciones y un estrecho seguimiento sobre los flujos de las empresas relacionadas.

INSTRUMENTO

TERCERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES						
	CLASE	MONTO (USD)	PLAZO (DÍAS)	TASA FIJA ANUAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES
Características	G	5.000.000	2.520	7,00%	Semestral (A partir de los 720 días)	Semestral
	H	5.000.000	2.520	7,00%	Semestral (A partir de los 720 días)	Semestral
	I	5.000.000	2.520	7,00%	Semestral (A partir de los 720 días)	Semestral
	J	5.000.000	2.520	7,00%	Semestral (A partir de los 720 días)	Semestral
	K	5.000.000	2.520	7,00%	Semestral (A partir de los 720 días)	Semestral
	L	5.000.000	2.520	7,00%	Semestral (A partir de los 720 días)	Semestral
Saldo vigente (mayo 2023)	Clase G: USD 5.000.000 Clase H: USD 5.000.000 Clase I: USD 5.000.000 Clase J: USD 5.000.000 Clase K: USD 5.000.000 Clase L: USD 5.000.000					
Garantía	Garantía General de acuerdo con el Art. 162 de la Ley de Mercado de Valores					
Garantía específica	No aplica					

TERCERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

Destino de los recursos	Los recursos que se generen serán destinados para capital de trabajo, específicamente pago a proveedores y gastos administrativos y operativos de la empresa y para reestructuración de pasivos con instituciones financieras y mercado de valores.
Estructurador financiero	Silvercross S.A. Casa de Valores SCCV
Agente colocador	Silvercross S.A. Casa de Valores SCCV
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.
Representante 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.
Límite de endeudamiento	<ul style="list-style-type: none"> ■ El emisor mientras esté vigente la presente emisión de Obligaciones limitará su endeudamiento de tal manera que no comprometa la relación referente a los pasivos con costo de hasta 2 veces el patrimonio de la compañía.

Fuente: Prospecto de Oferta Pública

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

Atentamente,

Ing. Hernán Enrique López Aguirre MSc.
Presidente Ejecutivo