
INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO PRIMERA EMISION DE OBLIGACIONES – INMOBILIARIA LAVIE S.A.

Quito - Ecuador
Sesión de Comité No. 042/2020, del 16 de abril de 2020
Información Financiera cortada al 29 de febrero de 2020

Analista: Ing. Xavier Espinosa
xavier.espinosa@classrating.ec
www.classinternationalrating.com

INMOBILIARIA LAVIE S.A., es una sociedad anónima de nacionalidad ecuatoriana, su actividad principal es la adquisición y beneficio de la explotación de bienes raíces. Forma parte del Grupo económico El Rosado, cada empresa del grupo tiene a su cargo una actividad que contribuye al objeto del Grupo. Sus actividades son el arriendo de sus bienes inmuebles, por ende sus resultados están conformados fundamentalmente por las transacciones relacionadas a los acuerdos existentes con sus relacionadas.

Sexta Revisión

Resolución No. SCVS.INMV.DNAR.17.0002207, emitida el 06 de julio de 2017

Fundamentación de la Calificación

El Comité de Calificación reunido en sesión No. 042/2020 del 16 de abril de 2020 decidió otorgar la calificación de **"AAA" (Triple A)** a la Primera Emisión de Obligaciones – INMOBILIARIA LAVIE S.A., por un monto de veinte millones de dólares (USD 20.000.000,00).

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

La categoría de calificación descrita puede incluir signos de más (+) o menos (-). El signo de más (+) indicará que la calificación podría subir hacia su inmediata superior, mientras que el signo menos (-) advertirá descenso a la categoría inmediata inferior.

La calificación de riesgo representa la opinión independiente de CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. sobre la probabilidad crediticia de que un determinado instrumento sea pagado en las condiciones prometidas en el contrato de emisión. Son opiniones fundamentadas sobre el riesgo crediticio relativo de los títulos o valores, por lo que no se considera el riesgo de pérdida debido a otros factores de riesgos que no tengan analogía con el riesgo de crédito, a no ser que de manera determinada y especial sean analizados y considerados dichos riesgos. Se debe indicar que, de acuerdo a lo dispuesto por el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, la presente calificación de riesgo **"no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor, ni implica una garantía del pago del mismo, ni estabilidad de un precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado a éste."**

La información presentada y utilizada en los análisis que se publican en este estudio técnico proviene de fuentes oficiales del emisor, por lo que dicha información publicada en este informe se lo realiza sin haber sufrido ningún cambio. El emisor es responsable de la información proporcionada a CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. para el presente estudio técnico de calificación. El emisor tiene la responsabilidad de haber entregado y proporcionado la información en forma completa, veraz, oportuna, ordenada, exacta y suficiente; y por lo tanto, el emisor asume absoluta responsabilidad respecto de la información y/o documentación proporcionada a CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. o a terceros que constituyen fuente para la Calificadora. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. no garantiza la exactitud o integridad de la información recibida y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el uso de esa información. La calificadora no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida.

La presente Calificación de Riesgos tiene una vigencia de seis meses o menos, en caso que la calificadora decida revisarla en menor plazo.

La calificación otorgada a la Primera Emisión de Obligaciones – INMOBILIARIA LAVIE S.A., se fundamenta en:

Sobre el Emisor:

- INMOBILIARIA LAVIE S.A. es una de las compañías inmobiliarias del Grupo El Rosado, lo que le otorga un respaldo a su actividad económica.
- La compañía no cuenta con un gobierno corporativo formalmente instaurado; sin embargo, registra una estructura organizacional establecida de acuerdo con el desarrollo de las actividades del negocio, requerimientos estratégicos y los objetivos empresariales.
- Los ingresos de la compañía a partir del año 2017 presentaron un comportamiento creciente, desde USD 18,83 millones en ese año 2017 hasta USD 20,97 millones en 2019, gracias a las estrategias implementadas

por la compañía. Para los periodos interanuales los ingresos mantuvieron la tendencia al alza reportada en los periodos anuales, pues pasaron de USD 3,24 millones en febrero de 2019 a USD 3,99 millones en febrero de 2020, como efecto de mayores locales administrados.

- A febrero de 2020 los ingresos estuvieron conformados en mayor medida por Concesionarios, mismos que representaron el 45,86% del total de ingresos, seguido de un 31,73% de arriendos, un 14,57% de alcuotas y el 7,84% de recuperación de gastos.
- Dada la actividad desarrollada por INMOBILIARIA LAVIE S.A., no registra costo de ventas.
- Los gastos operacionales se mantuvieron relativamente estables a lo largo de los ejercicios económicos analizados, lo que derivó en un margen operacional positivo, pues luego de ubicarse en un 21,40% de los ingresos en 2017 pasó a un 31,18% de los ingresos en 2019. Por su parte, el margen operacional significó el 27,20% de los ingresos en febrero de 2019 y un 35,21% de los ingresos en febrero de 2020, lo que demuestra un buen manejo de sus políticas de gastos.
- Luego de descontar los gastos financieros, otros ingresos/egresos y el impuesto a la renta, la compañía arrojó una utilidad neta que decreció de manera importante de un 12,66% de los ingresos en 2016 a un 3,52% de los ingresos en diciembre de 2017, debido al incremento de sus gastos financieros e impuestos. No obstante, para el año 2018 este margen se recupera significativamente hasta representar el 17,09% de los ingresos, gracias al incremento de sus ingresos y un mejor manejo de sus gastos. En diciembre de 2019 la utilidad antes de impuestos representó el 25,13% de los ingresos ordinarios, y en febrero de 2020 se ubicó en el 29,09% de los ingresos.
- El EBITDA (acumulado) de INMOBILIARIA LAVIE S.A., al igual que los ingresos y la utilidad operacional, presentó una tendencia creciente, el cual representó el 54,15% de los ingresos ordinarios en 2017 y el 56,76% en 2019. Para febrero de 2020 el EBITDA (acumulado) mantuvo el comportamiento al alza evidenciado en los periodos anuales, pues significó el 57,55% de los ingresos, porcentaje superior al registrado en febrero de 2019 (56,70% de los ingresos). Estos resultados demuestran que la compañía cuenta con suficiente capacidad para generar flujos propios para cubrir sus gastos financieros
- Los activos de la compañía presentaron una clara tendencia creciente, desde USD 150,42 millones en 2016 hasta 221,11 millones en 2019 y USD 229,39 millones en febrero de 2020, como efecto del crecimiento en su cuenta de instalaciones y equipo, neto.
- Los pasivos de la INMOBILIRIA LAVIE S.A. presentaron una clara tendencia creciente, pues pasaron de USD 25,46 millones (16,93% de los activos) en 2016 a USD 91,41 millones (41,34% de los activos) en 2019 y USD 99,73 millones (43,48% de los activos) en febrero de 2020, lo que estuvo ligado al crecimiento de cuentas por pagar relacionadas, proveedores y emisiones en el Mercado de Valores.
- Al referirnos a la deuda financiera, se debe indicar que ésta financió el 21,00% de los activos al 29 de febrero de 2020, porcentaje levemente inferior al registrado en diciembre de 2019 (21,96% de los activos), misma que estuvo conformada mayormente por deuda a largo plazo, la cual financió el 12,33% de los activos a febrero de 2020 (14,94% de los activos a diciembre de 2019), mientras que la de corto plazo financió el 8,67% de los activos (7,02% en 2019).
- El patrimonio presentó una tendencia creciente en términos monetarios, desde USD 123,15 millones (73,33% de los activos) en diciembre de 2017 hasta USD 129,70 millones (58,66% de los activos) en 2019, sin embargo, para febrero de 2020 disminuyó imperceptiblemente a USD 129,66 millones (56,52% de los activos). Las variaciones mencionadas obedecen a los cambios en la utilidad del ejercicio y superávit por revalorizaciones.
- El capital social se mantuvo sin variaciones durante todo el periodo analizado, en una suma de USD 0,87 millones, monto que financió apenas el 0,39% a diciembre de 2019 y 0,38% en febrero de 2020, lo que evidencia que en el corto plazo los accionistas deberían inyectar recursos frescos, dada la actividad creciente de la compañía.
- Con excepción del año 2017, el indicador de razón circulante se ubicó por debajo de la unidad a lo largo del periodo analizado, lo que influyó sobre su capital de trabajo, pues arrojó resultados negativos (-9,09% de los activos en diciembre de 2019 y -15,53% de los activos en febrero de 2020).
- El indicador de apalancamiento que relaciona al pasivo total sobre patrimonio revela un comportamiento relativamente estable, que se encuentra relacionado con el comportamiento de su patrimonio, ubicándose por debajo de la unidad, lo cual indica que la compañía financia su actividad primordialmente con recursos propios.
- En cuanto a la estructura de la cartera, INMOBILIARIA LAVIE S.A. presenta la totalidad en cartera por vencer, lo que evidencia una adecuada gestión de cobranzas.

Sobre la Emisión:

- La Junta General Extraordinaria de Accionistas de INMOBILIARIA LAVIE S.A., conformada por el 100% de sus accionistas, reunida en Guayaquil el 01 de marzo de 2017, resolvió autorizar por unanimidad que la compañía realice el Segundo Programa de Papel Comercial por un monto de hasta USD 15,00 millones, así como la Primera Emisión de Obligaciones por un monto de hasta USD 20,00 millones.
- Posteriormente, con fecha 31 de marzo de 2017, INMOBILIARIA LAVIE S.A. en calidad de Emisor, conjuntamente con el Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A. como Representante de los Obligacionistas y SILVERCROSS S.A. Casa de Valores SCCV suscribieron el contrato de la Primera Emisión de Obligaciones de INMOBILIARIA LAVIE S.A.
- Con fecha 17 de julio de 2017, SILVERCROSS S.A. Casa de Valores SCCV inició la colocación de los valores, hasta el 21 de julio de 2017 colocó el 100,00% de los valores aprobados (USD 20,00 millones).
- La Asamblea de Obligacionistas celebrada el 28 de agosto de 2018 resolvió aceptar de manera unánime, la reforma del contrato de emisión relacionada con el destino de los fondos. Se propuso reemplazar la cláusula pertinente por el texto “Los recursos que se generen serán destinados en un 61% para reestructuración de pasivos con costo, y 39% para capital de trabajo, específicamente para pago a proveedores y costos operativos y administrativos de la empresa”. Lo mencionado fue autorizado por la SICVS el 09 de octubre de 2018, bajo Resolución No. SCVS-INMV-DNAR-2018-00009193.
- Hasta el 29 de febrero de 2020, el saldo de capital pendiente de pago a los inversionistas, de la Primera Emisión de Obligaciones, después de haber cancelado el décimo dividendo de todas las clases, ascendió USD 7,08 millones.
- La Primera Emisión de Obligaciones de INMOBILIARIA LAVIE S.A., se encuentra respaldada por una garantía general, por lo tanto, el emisor está obligado a cumplir con los resguardos que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros), los mismo que se detallan a continuación:
 - ✓ La compañía ha determinado las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonable del emisor.
 - a. Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores.
 - b. 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.
 - ✓ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
 - ✓ 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, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.
 - ❖ De forma excepcional, y previa solicitud motivada, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros podrá autorizar una emisión de obligaciones que contemple como resguardos indicadores inferiores a los arriba señalados, siempre que verifique que tales indicadores corresponden al sector de la economía al que pertenezca dicha compañía.
 - Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a cero como cincuenta (0,50), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores.
 - ✓ Al 29 de febrero de 2020, el emisor cumplió con todos los resguardos mencionados anteriormente.
- Adicionalmente, el emisor mientras esté vigente la emisión se compromete a mantener un límite de endeudamiento referente a los pasivos con costo de hasta 2 veces el patrimonio de la compañía.
 - ✓ Al 29 de febrero de 2020, el emisor cumplió con lo establecido inicialmente.
- Al 29 de febrero de 2020, INMOBILIARIA LAVIE S.A., registró un monto total de activos menos las deducciones señaladas en la normativa de USD 126,93 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 101,54 millones, cifra que genera una cobertura de 14,34 veces sobre el monto de capital, determinando de esta manera que la Primera Emisión de Obligaciones de INMOBILIARIA LAVIE S.A., se encuentra dentro de los parámetros establecidos en la normativa.

- Las proyecciones realizadas dentro de la estructuración financiera indicaron según como fueron establecidas una adecuada disponibilidad de fondos para atender el servicio de la deuda. De acuerdo con el periodo transcurrido, se observa que el comportamiento de la compañía y sus resultados se dieron parcialmente de acuerdo a dichas proyecciones; sin embargo, de lo cual, la compañía ha cumplido con sus obligaciones de manera oportuna.

Riesgos Previsibles en el Futuro

La categoría de calificación asignada según lo establecido en el literal g, numeral 1, del Artículo 10 de la Sección II, del Capítulo II del Título XVI, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros, también toma en consideración los riesgos previsibles en el futuro, los cuales se detallan a continuación:

- Uno de los riesgos a los que se encuentra expuesta la actividad de la compañía emisora está ligado a sus propiedades de inversión, dado que el estado de las mismas podría verse afectado total o parcialmente por eventos fuera de control y predictibilidad de INMOBILIARIA LAVIE S.A., específicamente por eventos relacionados con incendios, robos, daños a la propiedad, entre otros; situación que se encuentra mitigada dado que la compañía tiene pólizas de seguros contratadas. No obstante, considerando que si bien existe la probabilidad de que eventos de este tipo pueden presentarse, es poco probable que afecten a más de una de las propiedades de la compañía de forma simultánea, lo cual no afectaría de manera significativa a los flujos y resultados de la compañía.
- El ingreso de competidores podría disminuir la participación de mercado de la compañía, riesgo que en cierto modo se encuentra mitigado con la fidelización del mercado por medio de acuerdos mantenidos con las empresas relacionadas, a las cuales les brinda el servicio de arrendamiento.
- Cambios y reformas a la ley de inquilinato podrían afectar las condiciones de arriendo de los contratos de arriendo de las propiedades del emisor, y a su vez podría afectar negativamente su flujo.
- La concentración de cartera que la compañía mantiene en determinados clientes podría poner en riesgo la liquidez de INMOBILIARIA LAVIE S.A., al presentarse situaciones económicas adversas que afecten la capacidad de pago de esos clientes y por ende generar una cartera con dificultades de cobro.
- Las perspectivas económicas del país se ven menos favorables, por lo que podría afectar los resultados de la compañía.
- La probabilidad de ocurrencia de ciclos económicos adversos en la economía nacional, podría afectar el nivel de ingresos de los arrendatarios, lo que podría afectar el flujo de la compañía.
- Escenarios económicos adversos que afecten la capacidad de pago de los clientes a los que INMOBILIARIA LAVIE S.A. presta sus servicios.
- Un evento de riesgo que podría afectar el flujo de la empresa es que una o varias propiedades queden sin arrendatario y que demore arrendar nuevamente la propiedad. No obstante, la compañía mitiga este posible evento firmando contratos de largo plazo (por ejemplo 5 años).
- Varios de los activos de la empresa que están arrendados, se encuentran hipotecados a distintos acreedores para garantizar obligaciones financieras, por lo que, si se diera el poco probable caso de que la empresa o la relacionada respectiva incumpla alguna de dichas obligaciones y a su vez su acreedor se vea obligado a ejecutar judicialmente la hipoteca del activo respectivo solicitando medidas cautelares como su embargo, esto, luego del respectivo proceso judicial (que tiene sus tiempos) y de la aplicación de las medidas cautelares, podría afectar el flujo de la compañía, sin embargo, para que el efecto sea considerable o digno de mencionar, la empresa debería sufrir la ejecución de varias propiedades; y, finalmente, para que la empresa o la respectiva relacionada incumpla con sus obligaciones financieras, debería a su vez sufrir un grave problema de recuperación de los arriendos, o sufrir una grave pérdida de activos por siniestros, o sufrir un alto problema de locales que le devuelvan y que a su vez no puedan arrendar rápidamente. Por lo tanto, si bien esta situación es un riesgo, este tiene poca probabilidad de ocurrencia que afecte a la emisión.
- La implementación de nuevas políticas gubernamentales restrictivas, ya sean fiscales, tributarias (mayores impuestos, mayores aranceles, nuevos impuestos), u otras, representan un riesgo que genera incertidumbre en los diferentes sectores de la economía, que eventualmente podrían verse afectadas o limitadas en sus operaciones debido a ello.
- La pandemia que sufre el planeta por el Covid19, incluyendo a Ecuador, está deteniendo la actividad comercial internacional y local. Esta situación generó que el país adopte medidas que han detenido la operación de

varios sectores económicos, generando una detención de sus ventas e ingresos, en muchos casos, por lo que los efectos económicos de esta actual situación no se pueden pronosticar y generan incertidumbre.

- El precio del barril de petróleo que comercializa nuestro país ha caído significativamente en los mercados internacionales en estas últimas semanas, afectando significativamente los ingresos del Ecuador por este rubro. Así mismo, han caído los ingresos del país por una reducción de exportaciones de algunos de sus principales productos no petroleros, tanto por precios como por volúmenes. La pandemia mundial ha determinado que varios países reduzcan sus pedidos de muchos productos ecuatorianos.

Según lo establecido en el literal i, numeral 1, del Artículo 10 de la Sección II, del Capítulo II del Título XVI, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, los riesgos previsible de la calidad de los activos que respaldan la emisión, y su capacidad para ser liquidados, se encuentran en los aspectos que se señalan a continuación:

Primero se debe establecer que los activos que respaldan la emisión son propiedad, planta y equipo libres de gravamen, por lo que los riesgos asociados podrían ser:

- La propiedad, planta y equipo de la empresa que respalda la emisión podría estar expuesta a riesgos relacionados con el mal uso, falta de mantenimiento, o eventos ajenos y fuera de control de la empresa, como es el caso de incendios, u otros similares. No obstante, con la finalidad de mitigar lo mencionado la compañía posee pólizas de seguros debidamente contratadas.
- Políticas estatales o mayor crédito del sistema financiero tendientes a facilitar el financiamiento de propiedades para el sector empresarial, podrían disminuir el mercado objetivo de la compañía si sus clientes optaren por adquirir sus propias instalaciones.
- Finalmente, los activos que respaldan la emisión tendrían un grado bajo para ser liquidado, por lo que su liquidación dependería de las condiciones del mercado y su liquidez.

Las consideraciones de la capacidad para ser liquidado un activo son sumamente subjetivas y poco predecibles. La capacidad para ser liquidado un activo puede cambiar en cualquier momento. Por lo tanto, los criterios básicos y opiniones emitidos por CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. sobre la capacidad para ser liquidado un activo son referenciales, no garantizan exactitud y no representa que un activo pueda o no ser liquidado, ni que se mantenga su valor, ni una estabilidad en su precio.

Según lo establecido en el literal h, numeral 1, del Artículo 10 de la Sección II, del Capítulo II del Título XVI, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, las consideraciones de riesgo cuando los activos que respaldan la emisión incluyan cuentas por cobrar a empresas vinculadas, se encuentran en los aspectos que se señalan a continuación:

Al 29 de febrero de 2020, la empresa registra dentro de la garantía general cuentas por cobrar a vinculadas por USD 13,32 millones, por lo que los riesgos asociados a estos podrían ser:

- El crédito que se les otorga a las empresas vinculadas responde más a la relación de vinculación que tiene sobre la empresa emisora que sobre aspectos técnicos crediticios, por lo que un riesgo puede ser la no recuperación de las cuentas por cobrar dentro de los plazos establecidos.
- Escenarios económicos adversos pueden afectar la recuperación de las cuentas por cobrar a empresas vinculadas.

Áreas de Análisis en la Calificación de Riesgos:

La información utilizada para realizar el análisis de la calificación de riesgo de la Primera Emisión de Obligaciones – INMOBILIARIA LAVIE S.A., es tomada de fuentes varias como:

- Estructuración Financiera (Proyección de Ingresos, Costos, Gastos, Financiamiento, Flujo de Caja, etc.).
- Acta de la Junta General Extraordinaria de Accionistas de la compañía INMOBILIARIA LAVIE S.A., del 01 de marzo de 2017.
- Contrato Escritura Pública de la Primera Emisión de Obligaciones de la Compañía INMOBILIARIA LAVIE S.A.,

del 31 de marzo de 2017.

- Declaración Juramentada de los Activos que respaldan la Emisión.
- Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales auditados de los años 2016, 2017 y 2018 de INMOBILIARIA LAVIE S.A., así como Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales internos no auditados al 31 de diciembre de 2019, 28 de febrero de 2019 y 29 de febrero de 2020 (sin notas a los estados financieros).
- Entorno Macroeconómico del Ecuador.
- Situación del Sector y del Mercado en el que se desenvuelve el Emisor.
- Perfil de la empresa, administración, descripción del proceso operativo, etc.
- Información levantada "in situ" durante el proceso de diligencia debida.
- Información cualitativa proporcionada por la empresa Emisora.
- Informe del Representante de los Obligacionistas emitido el 31 de enero de 2019.

Con base en la información antes descrita, se analiza entre otras cosas:

- El cumplimiento oportuno del pago del capital e intereses y demás compromisos, de acuerdo con los términos y condiciones de la emisión, así como de los demás activos y contingentes.
- Las provisiones de recursos para cumplir, en forma oportuna y suficiente, con las obligaciones derivadas de la emisión.
- La posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, en el caso de quiebra o liquidación de éstos.
- La capacidad de generar flujo dentro de las proyecciones del emisor y las condiciones del mercado.
- Comportamiento de los órganos administrativos del emisor, calificación de su personal, sistemas de administración y planificación.
- Conformación accionaria y presencia bursátil.
- Consideraciones de riesgos previsible en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables.
- Consideraciones sobre los riesgos previsible de la calidad de los activos que respaldan la emisión, y su capacidad para ser liquidados.

El Estudio Técnico ha sido elaborado basándose en la información proporcionada por la compañía y sus asesores, así como el entorno económico y político más reciente. En la diligencia debidamente realizada en las instalaciones de la compañía, sus principales ejecutivos proporcionaron información sobre el desarrollo de las actividades operativas de la misma, y demás información relevante sobre la empresa. Se debe recalcar que CLASS INTERNACIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., no ha realizado auditoría sobre la misma.

El presente Estudio Técnico se refiere al informe de Calificación de Riesgo, el mismo que comprende una evaluación de aspectos tanto cualitativos como cuantitativos de la organización. Al ser títulos que circularán en el Mercado de Valores nacional, la Calificadora no considera el "riesgo soberano" o "riesgo crediticio del país".

Debe indicarse que esta calificación de riesgo es una opinión sobre la solvencia y capacidad de pago de INMOBILIARIA LAVIE S.A., para cumplir los compromisos derivados de la emisión en análisis, en los términos y condiciones planteados, considerando el tipo y característica de la garantía ofrecida. Esta opinión será revisada en los plazos estipulados en la normativa o cuando las circunstancias lo ameriten. La calificación de riesgo comprende una evaluación de aspectos tanto cualitativos como cuantitativos de la organización.

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO

INTRODUCCIÓN

Aspectos Generales de la Emisión

La Junta General Extraordinaria de Accionistas de INMOBILIARIA LAVIE S.A., conformada por el 100% de sus accionistas, reunida en Guayaquil el 01 de marzo de 2017, resolvió autorizar por unanimidad que la compañía realice el Segundo Programa de Papel Comercial por un monto de hasta USD 15,00 millones, así como la Primera Emisión de Obligaciones por un monto de hasta USD 20,00 millones.

Posteriormente, con fecha 31 de marzo de 2017, INMOBILIARIA LAVIE S.A. en calidad de Emisor, conjuntamente con el Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A. como Representante de los Obligacionistas y SILVERCROSS S.A. Casa de Valores SCCV suscribieron el contrato de la Primera Emisión de Obligaciones de INMOBILIARIA LAVIE S.A. A continuación se exponen las principales características de la emisión:

CUADRO 1: ESTRUCTURA DE LA EMISIÓN

PRIMERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES INMOBILIARIA LAVIE S.A.					
Emisor	INMOBILIARIA LAVIE S.A.				
Capital a Emitir	USD 20'000.000,00				
Unidad Monetaria	Dólares de los Estados Unidos de América.				
Clase, Monto, Plazo, Tasa de Interés	Clase	Monto (USD)	Plazo (días)	Tasa de Interés	
	B	5.000.000,00	1.800	Fija anual del 7,50%	
	C	10.000.000,00	1.440	Fija anual del 7,75%	
	D	5.000.000,00	1.800	Fija anual del 8,00%	
Valores	Desmaterializados. Su valor nominal mínimo será de USD 1.000,00.				
Pago del Capital	Cada 90 días.				
Forma de cálculo del Intereses	360 días por año contados a partir de la fecha en se realice la primera colocación de las obligaciones en forma primaria.				
Pago de intereses	Cada 90 días				
Agente Pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.				
Garantía	Garantía General de acuerdo a lo establecido en el Art. 162 de la Ley de Mercado de Valores.				
Destino de los recursos a captar	En un 61% para restructuración de pasivos con costo, y 39% para capital de trabajo, específicamente para pago a proveedores y costos operativos y administrativos de la empresa ¹				
Sistema de sorteos y rescates anticipados	No contempla sorteos ni rescates anticipados.				
Forma de Redención	Al Vencimiento				
Representante de Obligacionistas	ESTUDIO JURÍDICO PANDZIC & ASOCIADOS S.A.				
Sistema de colocación	Mediante oferta pública, en forma bursátil.				
Agente estructurador y colocador	SILVERCROSS S.A. CASA DE VALORES SCCV				
Resguardos de la Emisión establecidos en el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.	<p>Conforme lo que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros en el artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentren en circulación las obligaciones:</p> <ul style="list-style-type: none"> Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor: <ol style="list-style-type: none"> Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y 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. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. 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, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros. <p>De forma excepcional, y previa solicitud motivada, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros podrá autorizar una emisión de obligaciones que contemple como resguardos indicadores inferiores a los arriba señalados, siempre que verifique que tales indicadores corresponden al sector de la economía al que pertenezca dicha compañía.</p> <ul style="list-style-type: none"> Por lo mencionado anteriormente la compañía se compromete a mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a 0,50 a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores. 				
Límites de endeudamiento del emisor	<ul style="list-style-type: none"> El emisor mientras esté vigente la emisión de Obligaciones limitará su endeudamiento de tal manera que no comprometa la relación establecida en el artículo 162 de la Ley de Mercado de Valores (Libro II del Código Orgánico, Monetario y Financiero) y sus normas complementarias. Paralelamente se mantendrá un límite de endeudamiento referente a los pasivos con costo de hasta 2 veces el patrimonio de la compañía. 				

Fuente: Contrato de Emisión/ Elaboración: Class International Rating

A continuación se presentan las tablas de amortización de capital y pago de intereses de la Emisión de Obligaciones:

¹ La Asamblea de Obligacionistas celebrada el 28 de agosto de 2018 resolvió aceptar de manera unánime, la reforma del contrato de emisión relacionada con el destino de los fondos. Se propuso reemplazar la cláusula pertinente por el texto "Los recursos que se generen serán destinados en un 61% para restructuración de pasivos con costo, y 39% para capital de trabajo, específicamente para pago a proveedores y costos operativos y administrativos de la empresa". Lo mencionado fue autorizado por la SICVS el 09 de octubre de 2018, bajo Resolución No. SCVS-INMV-DNAR-2018-00009193.

CUADROS 2, 3 y 4: AMORTIZACIÓN DE CAPITAL Y PAGO DE INTERESES (USD)

CLASE B				
Días	Capital	Interés	Dividendo	Saldo de Capital
17/07/2017				5.000.000
17/10/2017	416.667	93.750	510.417	4.583.333
17/01/2018	416.667	85.938	502.604	4.166.667
17/04/2018	416.667	78.125	494.792	3.750.000
17/07/2018	416.667	70.313	486.979	3.333.333
17/10/2018	416.667	62.500	479.167	2.916.667
17/01/2019	416.667	54.688	471.354	2.500.000
17/04/2019	416.667	46.875	463.542	2.083.333
17/07/2019	416.667	39.063	455.729	1.666.667
17/10/2019	416.667	31.250	447.917	1.250.000
17/01/2020	416.667	23.438	440.104	833.333
17/04/2020	416.667	15.625	432.292	416.667
17/07/2020	416.667	7.813	424.479	-
	5.000.000	609.375	5.609.375	

CLASE C				
Días	Capital	Interés	Dividendo	Saldo de Capital
17/07/2017				10.000.000
17/10/2017	625.000	193.750	818.750	9.375.000
17/01/2018	625.000	181.641	806.641	8.750.000
17/04/2018	625.000	169.531	794.531	8.125.000
17/07/2018	625.000	157.422	782.422	7.500.000
17/10/2018	625.000	145.313	770.313	6.875.000
17/01/2019	625.000	133.203	758.203	6.250.000
17/04/2019	625.000	121.094	746.094	5.625.000
17/07/2019	625.000	108.984	733.984	5.000.000
17/10/2019	625.000	96.875	721.875	4.375.000
17/01/2020	625.000	84.766	709.766	3.750.000
17/04/2020	625.000	72.656	697.656	3.125.000
17/07/2020	625.000	60.547	685.547	2.500.000
17/10/2020	625.000	48.438	673.438	1.875.000
17/01/2021	625.000	36.328	661.328	1.250.000
17/04/2021	625.000	24.219	649.219	625.000
17/07/2021	625.000	12.109	637.109	-
	10.000.000	1.646.875	11.646.875	

CLASE D				
Días	Capital	Interés	Dividendo	Saldo de Capital
17/07/2017				5.000.000
17/10/2017	250.000	100.000	350.000	4.750.000
17/01/2018	250.000	95.000	345.000	4.500.000
17/04/2018	250.000	90.000	340.000	4.250.000
17/07/2018	250.000	85.000	335.000	4.000.000
17/10/2018	250.000	80.000	330.000	3.750.000
17/01/2019	250.000	75.000	325.000	3.500.000
17/04/2019	250.000	70.000	320.000	3.250.000
17/07/2019	250.000	65.000	315.000	3.000.000
17/10/2019	250.000	60.000	310.000	2.750.000
17/01/2020	250.000	55.000	305.000	2.500.000
17/04/2020	250.000	50.000	300.000	2.250.000
17/07/2020	250.000	45.000	295.000	2.000.000
17/10/2020	250.000	40.000	290.000	1.750.000
17/01/2021	250.000	35.000	285.000	1.500.000
17/04/2021	250.000	30.000	280.000	1.250.000
17/07/2021	250.000	25.000	275.000	1.000.000
17/10/2021	250.000	20.000	270.000	750.000
17/01/2022	250.000	15.000	265.000	500.000
17/04/2022	250.000	10.000	260.000	250.000
17/07/2022	250.000	5.000	255.000	-
	5.000.000	1.050.000	6.050.000	

Fuente: Prospecto de Oferta Pública / Elaboración: Class International Rating

Situación de la Emisión de Obligaciones (29 de febrero de 2020)

Con fecha 06 de julio de 2017, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros resolvió aprobar la presente Emisión de Obligaciones por un monto de hasta USD 20,00 millones, bajo la Resolución No. SCVS.INMV.DNAR.17.0002207, la misma que fue inscrita en el Catastro Público del Mercado de Valores el 07 de julio de 2017. El plazo de la oferta pública venció el 06 de abril de 2018.

Colocación de los Valores

Con fecha 17 de julio de 2017, SILVERCROSS S.A. Casa de Valores SCCV inició la colocación de los valores, hasta el 21 de julio de 2017 colocó el 100,00% de los valores aprobados (USD 20,00 millones).

Saldo de Capital

Hasta el 29 de febrero de 2020, el saldo de capital pendiente de pago a los inversionistas, de la Primera Emisión de Obligaciones, después de haber cancelado el décimo dividendo de todas las clases, ascendió USD 7,08 millones.

Garantías y Resguardos

Conforme lo que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros en el artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentren en circulación las obligaciones:

- ❖ Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor:
 - a. Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y;
 - b. 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.
- ❖ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
- ❖ 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, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

De forma excepcional, y previa solicitud motivada, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros podrá autorizar una emisión de obligaciones que contemple como resguardos indicadores inferiores a los arriba señalados, siempre que verifique que tales indicadores corresponden al sector de la economía al que pertenezca dicha compañía.

- Por lo mencionado anteriormente la compañía se compromete a mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, **mayor o igual a 0,50**, a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores.

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 del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Límite de endeudamiento

- El emisor mientras esté vigente la emisión de Obligaciones limitará su endeudamiento de tal manera que no comprometa la relación establecida en el artículo 162 de la Ley de Mercado de Valores (Libro II del Código Orgánico, Monetario y Financiero) y sus normas complementarias.
 - Paralelamente se mantendrá un límite de endeudamiento referente a los pasivos con costo de hasta 2 veces el patrimonio de la compañía.
- ❖ Al 29 de febrero de 2020, la compañía cumplió con todo lo listado anteriormente. En el siguiente cuadro se pueden apreciar en detalle las medidas cuantificables:

CUADRO 5: LIMITACIONES Y RESGUARDOS

INDICADOR	Límite establecido	feb-20	Cumplimiento
Indicador promedio de liquidez	Mayor o igual a (0,5)	0,64	Sí
Activos reales / Pasivos	Mayor o igual a uno (1)	2,25	Sí
Deuda financiera / Patrimonio	Hasta 2 veces	0,37	Sí

Fuente: INMOBILIARIA LAVIE S.A. / Elaboración: Class International Rating

A continuación se presenta el detalle del cálculo del indicador promedio de liquidez. En virtud de que la aprobación de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros se realizó en el mes de julio, el promedio se calculará en semestres julio-diciembre y enero-junio, según corresponda.

CUADRO 6: CÁLCULO DEL INDICADOR PROMEDIO DE LIQUIDEZ (Miles USD)

Rubro	jul-19	ago-19	sep-19	oct-19	nov-19	dic-19	PROMEDIO
Activos corrientes	30.907.424,56	32.278.449,12	32.464.351,29	26.902.827,10	28.533.189,45	29.943.540,96	
Pasivos corrientes	53.280.236,81	40.593.604,64	44.581.250,78	43.533.661,41	46.757.357,82	56.297.113,90	
Índice Liquidez	0,58	0,80	0,73	0,62	0,61	0,53	0,64

Fuente: INMOBILIARIA LAVIE S.A. / Elaboración: Class International Rating

Monto Máximo de la Emisión

La Emisión de Obligaciones está respaldada por una Garantía General otorgada por INMOBILIARIA LAVIE S.A., como Emisor, lo que conlleva a analizar la estructura de sus activos. Es así que, al 29 de febrero de 2020, INMOBILIARIA LAVIE S.A. alcanzó un total de activos de USD 229,39 millones, de los cuales el 70,63% son activos libres de gravamen de acuerdo al siguiente detalle:

CUADRO 7: DETALLE DE ACTIVOS LIBRES DE GRAVAMEN (FEBRERO 2020, USD)

Activos	Libres	%
Disponibles	1.458.216	0,90%
Exigibles	27.222.156	16,80%
Propiedad, Instalación y Equipo	132.029.259	81,48%
Otros activos	1.320.977	0,82%
TOTAL	162.030.608	100,00%

Fuente: INMOBILIARIA LAVIE S.A. / Elaboración: Class International Rating

CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. procedió a verificar que la información que consta en el certificado del cálculo del monto máximo de la emisión de la empresa, con rubros financieros cortados al 29 de febrero de 2020, suscrita por el representante legal del emisor, esté dando cumplimiento a lo que estipula el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, que señala que: “El monto máximo para emisiones amparadas con garantía general, deberá calcularse de la siguiente manera: Al total de activos del emisor deberá restarse lo siguiente: los activos diferidos o impuestos diferidos; los activos gravados; los activos en litigio y el monto de las impugnaciones tributarias, independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren; el monto no redimido de obligaciones en circulación; el monto no redimido de titularización de flujos futuros de fondos de bienes que se espera que existan en los que el emisor haya actuado como originador; los derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros; cuentas y documentos por cobrar provenientes de la negociación de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados; saldo de los valores de renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores; y, las inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias².

Una vez efectuadas las deducciones antes descritas, se calculará sobre el saldo obtenido el 80%, siendo este resultado el monto máximo a emitir.

La relación porcentual del 80% establecida en este artículo deberá mantenerse hasta la total redención de las obligaciones, respecto del monto de las obligaciones en circulación. El incumplimiento de esta disposición dará lugar a declarar de plazo vencido a la emisión, según lo estipulado en el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

² “La verificación realizada por la calificadora al certificado del monto máximo de la emisión, contempla única y exclusivamente un análisis de que la información que consta en dicho certificado esté dando cumplimiento a lo que la norma indica, lo cual significa que la calificadora no ha auditado la información que consta en el certificado y tampoco ha verificado la calidad y veracidad de la misma, lo cual es de entera y única responsabilidad del emisor.”

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo apreciar que la compañía, con fecha 29 de febrero de 2020, presentó un monto total de activos menos las deducciones señaladas en la normativa de USD 126,93 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 101,54 millones, cifra que genera una cobertura de 14,34 veces sobre el monto de capital, de esta manera se puede determinar que la Emisión de Obligación de INMOBILIARIA LAVIE S.A se encuentra dentro de los parámetros establecidos en la normativa.

CUADRO 8: CÁLCULO DEL MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN (FEBRERO 2020)

Descripción	USD
Total Activos	229.393.702
(-) Activos Diferidos o Impuestos diferidos	23.285
(-) Activos Gravados	67.363.094
(-) Activos en Litigio y monto de las impugnaciones tributarias ³	78.800
(-) Monto no redimido de Obligaciones en circulación	35.000.000
(-) Monto no redimido de Titularizaciones de Flujos de Fondos de bienes que se esperan que existan ⁴	-
(-) Derechos Fiduciarios ⁵	-
(-) Inversiones en Acciones en compañías nacionales o extranjeras ⁶	1.130
Total Activos con Deducciones señaladas por la normativa	126.927.394
Monto Máximo de la emisión = 80.00% de los Activos con Deducciones	101.541.915
Emisión de Obligaciones a Largo Plazo	7.083.333
Total Activos con Deducciones / Saldo Emisión (veces)	17,92
80.00% de los Activos con Deducciones / Saldo Emisión (veces)	14,34

Fuente: INMOBILIARIA LAVIE S.A. / Elaboración: Class International Rating

Adicionalmente se debe mencionar que al 29 de febrero de 2020, al analizar la posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, se evidencia que el monto no redimido con el Mercado de Valores ocupa un tercer orden de prelación de pagos, por lo tanto, el total de activos menos las deducciones señaladas por la normativa, ofrece una cobertura de 2,08 veces⁷ sobre los pasivos totales deducidos las obligaciones en circulación dentro del Mercado de Valores y otras obligaciones de la compañía.

Por otro lado, según lo establecido en Artículo 9, Capítulo I, del Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, "El conjunto de los valores en circulación de los procesos de titularización y de emisión de obligaciones de largo y corto plazo, de un mismo originador y/o emisor, no podrá ser superior al 200% de su patrimonio; de excederse dicho monto, deberán constituirse garantías específicas adecuadas que cubran los valores que se emitan, por lo menos en un 120%".

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo evidenciar que el saldo de capital de los valores que mantiene en circulación en el Mercado de Valores representó al 29 de febrero de 2020, el 16,23% del 200% del patrimonio y el 32,46% del patrimonio, cumpliendo de esta manera con lo expuesto anteriormente.

CUADRO 9: CÁLCULO DEL 200% DEL PATRIMONIO (USD)

Descripción	feb-20
Patrimonio	129.659.687
200% del Patrimonio	259.319.374
Saldo de Capital Primera Emisión de Obligaciones	7.083.333
Saldo de Capital Segunda Emisión de Obligaciones	20.000.000
Saldo de Capital Emisión de Papel Comercial III	15.000.000
Total Emisiones	42.083.333
Valores emitidos y por emitir / 200% del Patrimonio	16,23%
Valores emitidos y por emitir / Patrimonio	32,46%

Fuente: INMOBILIARIA LAVIE S.A. / Elaboración: Class International Rating

³ Independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren

⁴ En los que el emisor haya actuado como Originador

⁵ Provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros: cuentas y documentos por cobrar provenientes de la negociación de derechos fiduciarios a cualquier título en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados.

⁶ Que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculados con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias

⁷ (Activos deducidos – Saldo emisión) / (Pasivos - obligaciones emitidas)

Proyecciones del Emisor

CUADRO 10: ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO (Miles USD)

Rubro	IV 2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	I 2026
Ingresos	4.880	22.105	22.878	23.679	24.508	25.366	26.253	27.172	6.537
Utilidad bruta	4.880	22.105	22.878	23.679	24.508	25.366	26.253	27.172	6.537
Gastos administrativos y ventas	2.064	9.463	9.794	10.136	10.491	10.858	11.239	11.632	2.846
Depreciaciones	1.549	6.196	6.413	6.637	6.870	7.110	7.359	7.616	1.904
Utilidad operativa	1.267	6.446	6.672	6.905	7.147	7.397	7.656	7.924	1.787
Gastos financieros	288	1.702	2.103	1.723	1.270	920	600	600	150
Otros egresos	223	1.472	1.524	1.577	1.632	1.689	1.748	1.810	297
Utilidad antes de impuestos	756	3.272	3.045	3.606	4.245	4.788	5.308	5.514	1.339

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

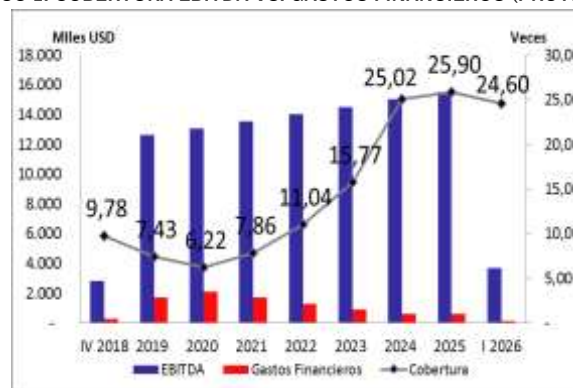
A partir del año 2020, los ingresos de la compañía proyectarían un crecimiento del 3,50%, justificado por el aumento de los arriendos que se los realiza anualmente. En el año 2019, los ingresos se incrementarían en un 16,42%, conforme a las expectativas concretas del emisor.

Los gastos operacionales que comprenden gastos generales, de mantenimiento e impuestos, significarían desde el año 2019 hasta el año 2025 el 70,84% de los ingresos, lo que le permitiría a la compañía arrojar una utilidad operativa de USD 6,45 millones (29,16% de los ingresos) para el año 2019, mientras que al cierre del año 2025 llegaría a USD 7,92 millones (29,16% de los ingresos).

Dentro del modelo se consideran gastos financieros, los cuales se proyectaron tomando como referente la programación de pasivos con costo de la compañía, así mismo se consideran otros egresos, que después de ser deducidos del margen operativo, INMOBILIARIA LAVIE S.A. generaría una utilidad antes de impuestos que fluctuaría entre un 14,80% de los ingresos para el año 2019 y un 20,29% en el año 2025.

Como parte del análisis de las proyecciones, surge la importancia de determinar el nivel de cobertura brindado por el EBITDA frente a los gastos financieros que la compañía presentaría durante el periodo analizado. En este sentido, existiría de acuerdo al modelo analizado, una cobertura positiva por parte del EBITDA frente a los gastos financieros que pasaría de 7,43 veces en el año 2019 a 25,90 veces en el año 2025, demostrando que el emisor gozaría a lo largo del periodo proyectado de una capacidad de pago suficiente y aceptable para los gastos señalados, en vista de que sus fondos propios superan ampliamente a los gastos financieros.

GRÁFICO 1: COBERTURA EBITDA VS. GASTOS FINANCIEROS (PROYECTADO)



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Para el flujo de efectivo proyectado, la estructuración financiera estableció flujos positivos como resultado de las actividades de operación a lo largo de todo el periodo proyectado; en las actividades de financiamiento contempló la colocación del papel comercial vigente en el Mercado de valores y de la presente emisión de obligaciones, con sus correspondientes pagos, cabe señalar que no se establecieron valores para nuevos créditos en el sistema financiero; en las actividades de inversión, el emisor no ha considerado realizar adquisiciones de inmuebles a lo largo del periodo proyectado. Como resultado, el flujo final de efectivo al término de cada

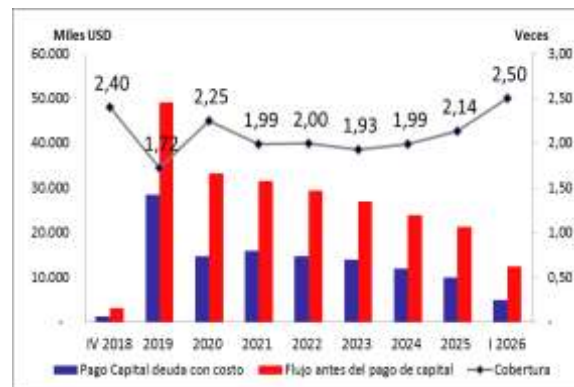
trimestre de la proyección, se presenta positivo, lo que indica la capacidad que tendría la compañía en cuanto a la generación de recursos propios, los mismos que le permitirían cubrir sus obligaciones y cumplir con sus compromisos. Lo anterior se evidencia en la cobertura de los flujos antes del pago del capital de la deuda financiera, sobre dicho pago, cobertura que a lo largo del periodo proyectado sería suficiente.

CUADRO 11: FLUJO DE CAJA PROYECTADO (Miles USD)

DESCRIPCIÓN	IV 2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	I 2026
SALDO INICIAL DE EFECTIVO	2.343	1.807	20.650	18.459	15.695	14.687	13.013	11.899	11.353
Cobranza Neta	4.880	22.105	22.878	23.679	24.508	25.366	26.253	27.172	6.537
Gastos Generales y de Administración	(2.275)	(10.303)	(10.664)	(11.037)	(11.423)	(11.823)	(12.237)	(12.665)	(3.047)
Impuestos	-	(695)	(719)	(744)	(770)	(797)	(825)	(854)	(326)
Gastos Fijos	(1.339)	(5.355)	(5.543)	(5.737)	(5.938)	(6.145)	(6.360)	(6.583)	(1.703)
Otros Gastos	(223)	(1.006)	(1.041)	(1.077)	(1.115)	(1.154)	(1.194)	(1.236)	(297)
EFFECTIVO ACTIVIDADES OPERACIÓN	1.044	4.746	4.912	5.084	5.262	5.446	5.636	5.834	1.163
Colocación Papel Comercial	-	24.321	9.750	9.750	9.750	7.800	5.850	3.900	-
Colocación II Emisión de Obligaciones	-	20.000	-	-	-	-	-	-	-
Otras Fuentes de Financiamiento	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pago Papel Comercial	-	(23.355)	(10.000)	(10.000)	(10.000)	(10.000)	(8.000)	(6.000)	(4.000)
Pago Capital I Emisión de Obligaciones	(1.292)	(5.167)	(4.750)	(2.875)	(750)	-	-	-	-
Pago Intereses I Emisión de Obligaciones	(288)	(902)	(503)	(183)	(30)	-	-	-	-
Pago Capital II Emisión de Obligaciones	-	-	-	(3.000)	(4.000)	(4.000)	(4.000)	(4.000)	(1.000)
Pago Intereses II Emisión de Obligaciones	-	(800)	(1.600)	(1.540)	(1.240)	(920)	(600)	(280)	(20)
Pago de Capital Instituciones Financieras	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pago de Interes Instituciones financieras	-	-	-	-	-	-	-	-	-
EFFECTIVO ACTIVIDADES FINANCIAMIENTO	(1.579)	14.098	(7.103)	(7.848)	(6.270)	(7.120)	(6.750)	(6.380)	(5.020)
Inversiones en Inmuebles	-	-	-	-	-	-	-	-	-
EFFECTIVO ACTIVIDADES INVERSIÓN	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FLUJO DEL TRIMESTRE	(536)	18.843	(2.191)	(2.764)	(1.008)	(1.674)	(1.114)	(546)	(3.857)
SALDO FINAL DE EFECTIVO	1.807	20.650	18.459	15.695	14.687	13.013	11.899	11.353	7.496

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

GRÁFICO 2: NIVEL DE COBERTURA: FLUJOS⁸ VS. PAGO DE CAPITAL DEUDA CON COSTO



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Finalmente, la calificadora realizó un ejercicio de estrés al modelo de estructuración financiera. En la sensibilización se afectaron por separado los estados financieros proyectados, de resultados y de flujos, con incrementos en los gastos de administración. En la afectación a los estados de resultados proyectados, el modelo resistió hasta el 16,46% de incremento, presentando siempre utilidades; mientras que los estados de flujo proyectados resistieron hasta el 47,05% de incremento, presentando siempre flujos positivos. Lo anterior evidencia que la compañía continuaría generando resultados económicos positivos, pese a las afectaciones mencionadas. Es importante indicar que estas variables serían las máximas que puede soportar el modelo, si estas se incrementarían, los resultados arrojados serían negativos, así como los flujos.

⁸ (**)Flujo de efectivo final en cada uno de los periodos antes de considerar el pago de capital de las obligaciones financieras proyectadas.

Comparativo de Resultados Reales Vs. lo Proyectado

Para determinar el cumplimiento del emisor al 29 de febrero de 2020, se procedió a comparar los resultados reales con lo proyectado al primer trimestre de 2020 (el resultado esperado debería ser de aproximadamente 66,67%), es así que los ingresos reales alcanzados a febrero de 2020 lograron un cumplimiento del 74,97%.

Los gastos operacionales coinciden mucho con lo proyectado en un inicio, con un cumplimiento del 66,84%, mientras que los gastos financieros registraron un cumplimiento de apenas el 30,16%, situación que generó que la utilidad antes de impuestos de la compañía alcance un cumplimiento del 169,18%.

CUADRO 12: COMPARATIVO REAL FRENTE PROYECCIONES (USD)

Estado de Resultados	Proyectado mar-20	Real feb-20	Cumplimiento
Ingresos	5.317.748	3.986.856	74,97%
Utilidad bruta (ebit)	5.317.748	3.986.856	74,97%
Gastos administrativos y ventas	3.864.342	2.582.997	66,84%
Utilidad operativa	1.453.406	1.403.860	96,59%
Gastos financieros	525.820	158.579	30,16%
Otros ingresos y egresos netos	241.948	(85.306)	-35,26%
Utilidad antes de impuestos	685.638	1.159.975	169,18%

Fuente: INMOBILIARIA LAVIE S.A. / Elaboración: Class International Rating

CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. ha analizado y estudiado las proyecciones del estado de resultados, estado de flujo de efectivo y de flujo de caja, presentadas por la empresa en el informe de estructuración financiero, para el plazo de vigencia de la presente emisión, mismas que, bajo los supuestos que fueron elaboradas, señalan que la empresa posee una aceptable capacidad para generar flujos dentro de las proyecciones establecidas con respecto a los pagos esperados así como sobre la base de las expectativas esperadas de reacción del Mercado; adicionalmente, dichas proyecciones señalan que el emisor generará los recursos suficientes para provisionar y cubrir todos los pagos de capital e intereses y demás compromisos que deba afrontar la presente emisión, de acuerdo con los términos y condiciones presentadas en el contrato de Emisión de Obligaciones, así como de los demás activos y contingentes. Adicionalmente, la calificadora ha constatado en la información recibida y analizada que el emisor hasta la fecha de corte del presente estudio técnico, ha venido cumpliendo de forma oportuna con sus obligaciones con costo, así como con los demás activos y contingentes. Así mismo, la calificadora ha podido observar en la información recibida y analizada, que el emisor ha realizado las provisiones de recursos para cumplir, en forma oportuna y suficiente, con las obligaciones derivadas de la emisión. Por lo tanto, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. está dando cumplimiento al análisis, estudio y expresar criterio sobre lo establecido en los literales a, b, y d, numeral 1, del Artículo 10, Sección II, del Capítulo II del Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Riesgo de la Economía **Sector Real**

El Fondo Monetario Internacional (FMI) ha rebajado sus previsiones de crecimiento de la economía global, pues proyecta una brusca contracción de -3% en 2020, mucho peor que la registrada durante la crisis financiera de 2008 – 2009.

Por primera vez desde la Gran Depresión, tanto las economías avanzadas como las de mercados emergentes y en desarrollo están en recesión. Para el año 2020 el FMI proyecta que el crecimiento en las economías avanzadas se sitúe en -6,1%. Para las economías de mercados emergentes y en desarrollo cuyos niveles normales de crecimiento están muy por encima de los de las economías avanzadas también se proyectan tasas de crecimiento negativas de -1,0% en 2020, y de -2,2% si se excluye China. Adicionalmente, proyecta que el crecimiento per cápita se contraiga en más de 170 países.⁹

⁹ <https://blog-dialogoafondo.imf.org/?p=13190>

Según las previsiones del FMI, la pérdida acumulada del PIB mundial en 2020 y 2021 debido a la crisis de la pandemia podría rondar los USD 9 billones, cifra mayor a la que representan las economías de Alemania y Japón juntas. Lo descrito anteriormente se considera como un escenario base.

Los pronósticos realizados por El Fondo Monetario Internacional (FMI), el Banco Mundial, la ONU y la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (Cepal) consideran que la región se verá afectada por un menor flujo de capital, mayor volatilidad en los mercados internacionales.

El FMI indicó que Latinoamérica se sumirá en 2020 en una aguda contracción económica de 5,2% por el golpe de las restricciones impuestas para contener el coronavirus, con una recesión prevista en prácticamente todas las economías, y una posible recuperación en el año 2021. En el caso de Ecuador el FMI calcula que el país decrecerá un 6,3%, aunque se proyecta un posible crecimiento del 3,9% para el año 2021.¹⁰

La reducción de la previsión del desempeño económico global se debe a la aparición del Coronavirus, el mismo que comenzó en China, el cual representa la sexta parte de la economía mundial y una disminución de actividades en este país tiene consecuencias para todo el mundo, particularmente para un país como Ecuador, que es vulnerable a los cambios de la economía global y dependiente de materias primas, según la Corporación de Estudios para el Desarrollo Cordes.¹¹

China es uno de los principales importadores de commodities. En dos meses el Índice de Commodities de Bloomberg cayó 13% (el indicador está conformado por materias primas de energía, metales preciosos e industriales y materias primas agrícolas). La reducción de los precios de las materias primas ocasionó que el dólar se aprecie. “Cuando los precios de las materias primas caen, los inversionistas se refugian en otro activo de valor. En este caso el oro o el dólar”, explica el director de Cordes. Con la apreciación del dólar Ecuador pierde su competitividad porque países vecinos, como Colombia o Perú, recurren a la devaluación de sus monedas para abaratar sus exportaciones y encarecer las importaciones.¹²

Los principales indicadores macroeconómicos del Ecuador, determinados a febrero 2020 o los más próximos disponibles a la fecha, se presentan a continuación:

CUADRO 13: INDICADORES MACROECONÓMICOS ECUADOR

Rubro	Valor	Rubro	Valor
PIB nominal (millones USD anual 2019)	107.436	Crecimiento anual PIB 2019 (t/t-4)	0,1%
Deuda Pública Total / PIB Agregada (febrero 2020)	53,49%	Inflación mensual (febrero 2020)	-0,15%
Balanza Comercial Total (millones USD) febrero 2020	457,5 (Superávit)	Inflación anual (febrero 2020)	-0,23%
Reservas Internacionales (millones USD 09 abril 2020)	2.297,27	Inflación acumulada (febrero 2020)	0,07%
Riesgo país (13 abril 2020) ¹³	4.715	Remesas (millones USD) 2019	3.234,65
Precio Barril Petróleo WTI (USD 13 abril de 2020) ¹⁴	22,41	Tasa de Desempleo Urbano (diciembre 2019)	4,95%

Fuente: Banco Central del Ecuador- Ministerio de Finanzas- Bloomberg -INEC / Elaboración: Class International Rating

Producto Interno Bruto (PIB): Como se mencionó anteriormente, las estimaciones de crecimiento del PIB del país realizadas por diversas entidades, en promedio fluctúan alrededor del -0,03%. De acuerdo con el último reporte de las Cuentas Nacionales Anuales publicado por el Banco Central del Ecuador, el PIB en términos reales en 2017 alcanzó USD 70.955,69 millones y reflejó un crecimiento del 2,4%; este dinamismo se explica principalmente por el aumento de la inversión agregada, el gasto de consumo final de hogares y gobierno y las exportaciones¹⁵. En el cuarto trimestre de 2019 el PIB creció en 0,1%¹⁶.

El **Riesgo País** se incrementó nuevamente al 13 de abril de 2020 a 4.715 puntos, en parte debido a la caída del precio del crudo por la baja demanda desde China y la falta de capacidad de pago de las obligaciones de Ecuador en caso de no cumplir con las metas comprometidas con el Fondo Monetario Internacional (FMI)¹⁷. “De mantenerse el riesgo país en ese nivel, la opción para emitir bonos en los mercados internacionales está cerrada,

¹⁰ <https://www.cesla.com/detalle-noticias-de-ecuador.php?id=12955>

¹¹ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/costos-coronavirus-economia-ecuador-epidemia/>

¹² <https://www.primicias.ec/noticias/economia/costos-coronavirus-economia-ecuador-epidemia/>

¹³ <https://www.eluniverso.com/noticias/2020/03/09/nota/7775052/riesgo-pais-ecuador-subio-2792-puntos>

¹⁴ <https://www.metroecuador.com.ec/ec/noticias/2019/12/12/ministerio-finanzas-ecuador-dice-riesgo-pais-459-puntos.html>

¹⁵ <https://www.bce.fin.ec/index.php/boletines-de-prensa-archivo/item/1113-el-bce-actualiza-la-cifra-de-crecimiento-de-la-econom%C3%ADa-en-el-2017>

¹⁶ <https://contenido.bce.fin.ec/home1/estadisticas/cntrimestral/CNTrimestral.jsp>

¹⁷ <https://www.eluniverso.com/noticias/2020/02/06/nota/7726077/riesgo-pais-ecuador-precios-petroleo-coronavirus-mercados>

a lo que se suman mayores costos de financiamiento para el sector privado. Se reducen las fuentes de divisas para la balanza de pagos”, según Cordes.¹⁸

A diciembre de 2019, las **importaciones** totales en valor FOB alcanzaron USD 21.474,2 millones (USD 3.274,5 millones a febrero de 2020), siendo ligeramente inferior a las compras externas realizadas en su similar periodo de 2018 cuando llegaron a USD 22.103,9 millones. Por grupo de productos, las importaciones en valor FOB fueron en: bienes de capital y productos diversos. La procedencia de los bienes radica principalmente de China, Colombia, Estados Unidos, y otros.

Por su parte, las **exportaciones totales** a diciembre de 2019 alcanzaron USD 22.329,4 millones (USD 3.732 millones a febrero de 2020), siendo superior frente al mismo periodo de 2018 cuando fue de USD 21.628,0 millones. Por otro lado, las exportaciones no petroleras registradas hasta diciembre de 2019 arrojaron una suma de USD 13.649,8 millones (USD 2.584,0 millones a febrero 2020), mientras que las petroleras fueron de USD 8.679,6 millones (USD 1.148,0 millones a febrero de 2020).

Hasta diciembre de 2019, la **Balanza Comercial Total**, registró un superávit de USD 820,1 millones, USD 1.297,8 millones más que el resultado comercial obtenido en el año 2018, período que cerró con un déficit de USD -477,6 millones. Mientras que a febrero de 2020 la Balanza Comercial Total arrojó un superávit de USD 457,5 millones, USD 701,1 millones más que el resultado obtenido en el mismo bimestre del año 2019, que cerró con un déficit de USD -243,6 millones. A diciembre de 2019, la Balanza Comercial Petrolera presentó un superávit de USD 4.520,6 millones, lo que significó un 1,4% más que el superávit de USD 4.459,00 millones registrados entre enero y diciembre de 2018 (USD 485,7 millones en febrero 2020); mientras que la Balanza Comercial No Petrolera disminuyó su déficit en 25,0% al pasar de USD -4.936,6 millones a USD -3.700,4 millones¹⁹ (para febrero de 2020, el déficit fue de USD -28,2 millones).

El cierre de puertos en China y la reducción de los envíos marítimos provocaron una caída en las exportaciones ecuatorianas y por ende en su demanda, así mismo existe una pérdida de competitividad externa por la apreciación del dólar.²⁰

Por otra parte, el precio del petróleo West Texas Intermediate (WTI), que sirve de referencia para la cotización del crudo ecuatoriano, muestra un comportamiento ligeramente volátil durante 2019, pues en diciembre se registró un valor de USD 60,94 por barril, mientras que al 13 de abril de 2020 descendió drásticamente a USD 22,41 debido a los acontecimientos actuales (COVID 19). La proforma presupuestaria 2020, estimó un valor de USD 51,00 para las exportaciones de petróleo²¹.

GRÁFICO 3: PRECIO PROMEDIO INTERNACIONAL DEL CRUDO DE PETRÓLEO (WTI)



Fuente: <https://www.up.com/customers/surcharge/wti/prices/index.htm> / Elaboración: Class International Rating

Ante el brote del coronavirus, China decidió poner a algunas ciudades en cuarentena. Esto redujo el precio del petróleo por una caída en la demanda de combustibles esto por el menor uso de vehículos, la baja de la actividad productiva, la cancelación de vuelos y de viajes marítimos. La disminución del precio del petróleo impacta

¹⁸ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/costos-coronavirus-economia-ecuador-epidemia/>

¹⁹ <https://contenido.bce.fin.ec/home1/estadisticas/bolmensual/IEmensual.jsp>

²⁰ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/costos-coronavirus-economia-ecuador-epidemia/>

²¹ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/negocios/proforma-construye-crudo-51-dolares/>

directamente a Ecuador pues es su principal producto de exportación. En 2019, las exportaciones de petróleo crudo significaron el 35% de todas las exportaciones de Ecuador, según el Banco Central.²²

El total de **recaudación tributaria bruta** a diciembre de 2019 sumó USD 14.268,53 millones, siendo un 2,81% superior a lo registrado en el año anterior (USD 13.878,69 millones), mientras que a marzo de 2020 fue de USD 3.467,23 millones. Entre los impuestos con mayor aporte a diciembre de 2019 destacan, el Impuesto al Valor Agregado (IVA de operaciones internas y de importaciones) con USD 6.685,00 millones (USD 1.676,79 millones a marzo 2020), el Impuesto a la Renta (IR) con USD 4.769,89 millones (USD 959,92 millones en marzo 2020), el Impuesto a la Salida de Divisas (ISD) con USD 1.140,10 millones (USD 283,65 millones en marzo 2020), y el Impuesto a los Consumos Especiales (ICE de operaciones internas y de importaciones) con USD 910,61 millones (USD 233,16 millones en marzo 2020)²³.

La **inflación mensual** a febrero de 2020 registró una variación mensual de -0,15%, mientras que la variación **anual** fue de -0,23% y la **acumulada** fue de 0,07%. Por divisiones de bienes y servicios, 7 agrupaciones presentaron variaciones negativas (Recreación y Cultura, Alimentos y bebidas no alcohólicas, Prendas de vestir y calzado, Bienes y servicios diversos, Muebles, artículos para el hogar, Comunicaciones, Restaurantes y Hoteles)²⁴.

En referencia al **salario nominal promedio**, para febrero de 2020, se fijó en USD 466,63²⁵; mientras que el **salario unificado nominal** fue de USD 400,00. En términos reales, el indicador del salario real, que mide la cantidad de bienes que se puede adquirir con el salario nominal promedio, se situó en USD 443,18 a febrero de 2020²⁶. En cuanto al costo de la canasta básica familiar a marzo de 2020, ésta se ubicó en USD 713,89²⁷, mientras el ingreso familiar mensual con 1,60 perceptores es de USD 746,67 sin incluir fondos de reserva, es decir, presenta una cobertura del 104,59% del costo de la canasta.

En relación a los indicadores laborales a diciembre de 2019, se observó que el 71,1% de la población nacional se encuentra en edad de trabajar; de ésta, el 65,3% se halla económicamente activa. Para el mismo periodo se aprecia que la tasa de **desempleo nacional** alcanzó 3,80% y el **empleo adecuado / pleno** (nacional) se ubicó en 38,8% (44,8% para los hombres y 30,6% para las mujeres). Para diciembre 2019, el ingreso laboral promedio de un hombre con empleo es USD 345,5; mientras que para una mujer con empleo es de USD 292,7²⁸.

A diciembre 2019, la **pobreza a nivel nacional** se ubicó en 25,0% y la pobreza extrema en 8,9%. En el área urbana la pobreza llegó al 17,2% y la pobreza extrema a 4,3%. Finalmente, en el área rural la pobreza alcanzó el 41,8% y la pobreza extrema el 18,7%. Por su parte, la medida de desigualdad económica, **coeficiente de Gini**²⁹, se ubicó en 0,473 en diciembre de 2019, pero no presenta una variación estadísticamente significativa con respecto a diciembre de 2018 (0,469). Para la medición de la pobreza, el INEC compara el ingreso per cápita familiar con la línea de pobreza y pobreza extrema, que en diciembre de 2019 se ubicó en USD 84,82 mensuales per cápita, mientras que la línea de pobreza extrema en USD 47,80 mensuales per cápita³⁰.

De acuerdo a la información publicada por el Banco Central del Ecuador, las **tasas de interés referenciales** presentaron ligeras fluctuaciones, es así que la tasa pasiva referencial anual fue de 7,24% para abril de 2020, mientras que la tasa activa referencial anual fue de 8,40%; existiendo un spread de tasas activas y pasivas de 1,16%³¹. Por su parte el saldo de la **liquidez total** a enero de 2020 alcanzó la suma de USD 57.594,5 millones, el de la oferta monetaria de USD 25.715,6 millones; y, el de las especies monetarias en circulación de USD 16.682,3 millones.

²² <https://www.primicias.ec/noticias/economia/costos-coronavirus-economia-ecuador-epidemia/>

²³ <http://www.sri.gob.ec/web/guest/estadisticas-generales-de-recaudacion>

²⁴ https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Inflacion/2019/Diciembre-2019/01%20ipc%20Presentacion_IPC_dic2019.pdf

²⁵ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/IndCoyuntura/CifrasEconomicas/cie201907.pdf>

²⁶ Es el valor del salario mínimo legal promedio deflactado en función del índice de precios al consumidor del mes de referencia.

²⁷ https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Inflacion/canastas/Canastas_2020/Marzo-2020/1.%20Informe_Ejecutivo_Canastas_Analiticas_mar_2020.pdf

²⁸ https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/EMPLEO/2019/Diciembre/201912_Mercado_Laboral.pdf

²⁹ El coeficiente de Gini es una medida que resume cómo se distribuye el ingreso per cápita entre los habitantes de la población, mide el grado de desigualdad en la distribución del ingreso

³⁰ https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/POBREZA/2019/Diciembre-2019/201912_PobrezayDesigualdad.pdf

³¹ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/TasasInteres/Indexe.htm>; <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica/ultimas-publicaciones>

En lo que respecta a la evolución de la oferta de **crédito** en el sistema financiero nacional, durante el cuarto trimestre de 2019, los bancos y las mutualistas fueron menos restrictivos en el otorgamiento de créditos de Consumo y más restrictivos para los créditos de Vivienda. Para los segmentos: Productivo y Microcrédito el saldo fue nulo. Por su parte, las cooperativas de ahorro y crédito, entre octubre y diciembre de 2019, fueron menos restrictivas en el otorgamiento de créditos de Consumo y Microcréditos, dado que el saldo entre las cooperativas menos y más restrictivas fue positivo; en cambio, para los créditos Productivos y de Vivienda el saldo fue nulo³².

El flujo de **remesas** que ingresó al país durante el año 2019 totalizó USD 3.234,65 millones, cifra superior en 6,73% con respecto al año 2018 (USD 3.030,58). El incremento se atribuye al relativo dinamismo económico registrado en los Estados Unidos (EUA) y España, lo que permitió a los migrantes ecuatorianos enviar mayores flujos de dinero a sus familiares. Estos recursos representaron el 3,01% del PIB ecuatoriano en 2019. Durante el año 2019, el flujo proveniente de Estados Unidos ascendió a USD 1.891,34 millones (58,47% del total recibido), de España sumó USD 799,73 millones (24,72% del total recibido). La medición del flujo de remesas al cierre de 2019, muestra presencia de migrantes ecuatorianos en países como: México, Chile, Perú, Canadá y Colombia, que aportaron con el 6,16% (USD 199,28 millones) del flujo de remesas recibido en el país. Igualmente, desde Reino Unido, Alemania, Suiza, Francia, y Bélgica, se canalizó el 2,99% (USD 96,57 millones) del monto receptado³³.

Los flujos de **inversión extranjera directa (IED)** para el año 2019 fueron de USD 966,15 millones; monto inferior en 33,63% al registrado en su similar periodo en el 2018, en donde alcanzó USD 1.455,70, millones. La mayor parte de la IED se canalizó principalmente a ramas productivas como: Explotación de minas y canteras, Agricultura, silvicultura, caza y pesca, Industria Manufacturera, Servicios Prestados a las empresas, entre otros. Por país de origen, los flujos de IED provienen principalmente de España, Canadá, China, Italia, Estados Unidos, entre otros³⁴.

Para febrero de 2020, de acuerdo con información presentada por el Ministerio de Finanzas, el saldo de la **deuda pública (agregada)** fue de USD 58.661,05 millones, cifra superior a lo reportado en diciembre de 2019, cuando fue de USD 57.336,52 millones y que incluye principalmente, deuda con organismos internacionales, bonos emitidos en mercados internacionales, bancos y gobiernos. Dicha deuda estuvo conformada por el saldo de **deuda interna (agregada)** que a febrero de 2020 fue de USD 17.090,35 millones y **deuda externa (agregada)** por USD 41.570,70 millones. Considerando la **relación deuda/PIB**, al mes de febrero de 2020, según datos del Ministerio de Finanzas del Ecuador, la deuda pública agregada (externa e interna) se encontró en 53,49% del PIB³⁵ superando significativamente el límite del 40% del PIB.³⁶

Se debe indicar que para el periodo 2018 – 2021 y hasta alcanzar el límite de endeudamiento establecido en las reglas macro-fiscales definidas en esta ley, no regirá el límite de endeudamiento público del 40% del PIB, según lo determinado en la Disposición Transitoria Décima Séptima de la Ley para el Fomento Productivo, Atracción de Inversiones, Generación de Empleo y Estabilidad y Equilibrio Fiscal³⁷.

El país recibió, entre marzo y septiembre de 2019, el 45% de los desembolsos prometidos para 2019 por varios organismos multilaterales, entre ellos el FMI, el BID, el Banco Mundial y la CAF. Tras el Acuerdo con el FMI y varios multilaterales, Ecuador deberá recibir en tres años USD 10.200 millones y solo en 2019, USD 4.624 millones. Al momento Ecuador recibió USD 2.113 millones, de los cuales la mayor parte ha sido desembolsada por el Fondo Monetario Internacional (USD 903 millones).³⁸

La acumulación de **reservas internacionales** en los últimos años ha sido ligeramente creciente, es así que para diciembre de 2017 registraron la suma de USD 2.451 millones y USD 2.677 millones en 2018, mientras que al 31 de diciembre de 2019 registró USD 3.397,11 millones, no obstante, para los primeros días de abril (09) de 2020, estas bajaron de manera importante (-32,38%) a USD 2.297,27 frente a lo reportado al cierre de 2019. Los

³² <https://contenido.bce.fin.ec/home1/economia/tasas/ET-ODC-IVT-2019.pdf>

³³ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/Remesas/ere201905.pdf>

³⁴ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/InversionExtranjera/Directa/indice.htm>

³⁵ <https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2019/10/Presentacion-C3%B3n-Bolet%C3%ADn-de-Deuda-P%C3%ABlica-agosto-21-10-2019.pdf>

³⁶ <https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/2020/01/Presentacion-Boletin-de-Deuda-Publica-diciembre-2019.pdf>

³⁷ <https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2019/07/Presentacion-C3%B3n-Bolet%C3%ADn-de-Deuda-P%C3%ABlica-junio-2019-19-07-2019.pdf>

³⁸ <https://www.eluniverso.com/noticias/2019/10/02/nota/7543693/ya-ha-llegado-45-desembolsos>

principales rubros que componen las Reservas Internacionales son: caja en divisas, Depósitos netos en Bcos. e Inst. financieras del exterior, Inversiones dep. plazo y títulos, oro, DEGs, entre otros.

La **calificación de deuda** al 15 de abril de 2020³⁹ de Standard & Poor's para Ecuador se situó en “CCC-”. Por su parte, la calificación de Moody's para los bonos de deuda ecuatoriana el 03 de abril de 2020 bajó a “Caa3” (negativa) calificación que se encuentra dentro de la categoría de “riesgo sustancial”. Así también, el acceso al mercado internacional de capitales es una incertidumbre, el país tiene un cronograma de vencimientos desafiante, que empieza en 2022. Por otro lado, el 09 de abril de 2020, la agencia Fitch Rating ubicó la calificación en “C”, calificación que se encuentra dentro de la categoría “impago”. Lo mencionado anteriormente, indica un deterioro en la percepción del mercado internacional acerca de la capacidad de pago del país.

Riesgo del Negocio

Descripción de la Empresa

INMOBILIARIA LAVIE S.A., una sociedad anónima de nacionalidad ecuatoriana con domicilio en la ciudad de Guayaquil, fue constituida el 11 de junio de 1982, misma que se dedica principalmente a la adquisición y beneficio de la explotación de bienes raíces, cuyo plazo de vigencia es hasta 23 de agosto de 2032.

INMOBILIARIA LAVIE S.A. forma parte del Grupo económico El Rosado, cuyo objeto social es dedicarse a la compra venta y reventa, importación y exportación, y a la industrialización y comercialización en el mercado nacional e internacional, por cuenta propia o ajena, al por mayor y menor de todo tipo de alimentos, ropa, licores, etc. Actualmente la empresa cuenta con 92 establecimientos (Comisariatos, Hipermarkets, Ferrisariatos, y otros de su división de entretenimiento).

Las operaciones de INMOBILIARIA LAVIE S.A. se focalizan en el arriendo de sus bienes inmuebles, mismos que están administrados por su relacionada Administradora del Pacífico S. A. Adepasa desde el año 2013, por ende su actividad actual y sus resultados están conformados fundamentalmente por las transacciones relacionadas a los acuerdos existentes con sus relacionadas.

La compañía es propietaria de los inmuebles que se mencionan a continuación:

CUADRO 14: INMUEBLES

Denominación	Ubicación
Riocentro Los Ceibos	Guayaquil
El Paseo Shopping	Portoviejo
El Paseo Shopping	Manta
El Paseo Shopping	Milagro
El Paseo Shopping	Santo Domingo de Los Tsáchilas
Mi Comisariato	Gómez Rendón y Av. Quito
Ferrisariato Alborada	Cdla. Alborada Edificio Super IV
Mi Comisariato, Río Store y Mi Juguetería	Cdla. La Alborada III etapa Mz. CG
Río Store y Mi Comisariato	Av. La Prensa
Mi Juguetería y Mi Comisariato	Rodrigo de Chávez y Chasqui
Bodega de Mi Comisariato, Mi Juguetería y Ferrisariato	Avenida Pedro Menéndez Gilbert
Mini Comisariato	Gómez Rendón y Abel Castillo
Mi Comisariato	Calles Brasil y Quito
Mi Comisariato y Río Store	Ciudadela La Garzota
Mi Comisariato y Río Store	Av. Carlos Plaza Dañin C.C. Plaza Quil
Mi Comisariato	Eloy Alfaro y Brasil
Mi Juguetería	Ciudadela Kennedy Norte
Mi Comisariato	Rosendo Avilés y Bogotá
Mi Juguetería, Mi Comisariato y Río Store	Vélez entre Boyacá y García Avilés
Mi Comisariato y Ferrisariato	Lotización Mapasingue Km 41/2 Vía Daule
Hipermarket	Av. De Las Américas
Riocentro Norte	Guayaquil
Mi Comisariato Mini 16	Cólón y Lorenzo de Garaycoa

³⁹ <https://datosmacro.expansion.com/ratings/ecuador>

Mi Comisariato Urdesa	Av. Victor Emilio Estrada
-----------------------	---------------------------

Fuente: INMOBILIARIA LAVIE S.A. / Elaboración: Class International Rating

Propiedad, Administración y Gobierno Corporativo

Al 29 de febrero de 2020, INMOBILIARIA LAVIE S.A, registró como capital suscrito y pagado una suma de USD 868.623,00, el mismo que estuvo conformado por 868.623 de acciones ordinarias y nominativas de USD 1,00 cada una. A continuación, se detalla lo mencionado:

CUADRO 15: ACCIONISTAS

Nombre	Nacionalidad	Capital (USD)	Participación
BAIER OPPENHEIMER DE CZARNINSKI	Alemania	2.819,00	0,32%
CZARNINSKI BAIER DANNY DAVID	Ecuador	5.725,00	0,66%
FUSGAL TRADING S.A.	Uruguay	276.507,00	31,83%
NORTH PARK AVENUE INVESTMENT COMPANY LLC	Estados Unidos	1.095,00	0,13%
UPPER HUDSON INVESTMENT COMPANY	Estados Unidos	287.594,00	33,11%
UPPER NEW YORK INVESTMENT COMPANY LLC	Estados Unidos	294.883,00	33,95%
Total		868.623,00	100,00%

Fuente: INMOBILIARIA LAVIE S.A. / Elaboración: Class International Rating

El gobierno de la compañía está a cargo de la Junta General de Accionistas, misma que constituye su órgano supremo, quien a su vez designa al Presidente, Primer Vicepresidente y Gerente, cuyas funciones se establecen de acuerdo a las facultades y atribuciones asignadas en los estatutos respectivos. A continuación se detalla el organigrama de la compañía⁴⁰:

GRÁFICO 4: ORGANIGRAMA DE LA COMPAÑÍA



Fuente y Elaboración: INMOBILIARIA LAVIE S.A.

A continuación se puede apreciar a los principales administradores de la compañía, determinando que cada uno de ellos presenta una amplia experiencia en las actividades asignadas, lo que le otorga una ventaja competitiva para la continuidad de su negocio.

CUADRO 16: PRINCIPALES ADMINISTRADORES

Nombre	Cargo
Johnny Jacobo Czarninski Baier	Presidente
Yael Czarninski Shefi	Primer Vicepresidente
Gad Czarninski Shefi	Gerente

Fuente: INMOBILIARIA LAVIE S.A./ Elaboración: Class International Rating

Adicionalmente, es importante señalar que INMOBILIARIA LAVIE S.A, no posee empleados bajo relación de dependencia, por lo que dentro de la compañía no se han establecido sindicatos ni comités de empresa, que puedan afectar el normal desempeño de la misma.

⁴⁰ La compañía no cuenta con un Directorio.

Gobierno Corporativo

La compañía no cuenta con un gobierno corporativo formalmente instaurado; sin embargo, cuenta con una estructura organizacional establecida de acuerdo al desarrollo de las actividades del negocio, requerimientos estratégicos y los objetivos empresariales.

Sobre la base de lo analizado y detallado, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., opina que es aceptable la calidad y comportamiento de los órganos administrativos del Emisor, la calificación de su personal, sistemas de administración y planificación, además expresa que se observa consistencia en la conformación accionaria. Por lo señalado, Class International Rating Calificadora de Riesgos S.A., ha dado cumplimiento con lo estipulado en los literales e y f del Artículo 19, Sección II, Capítulo II, Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Empresas vinculadas o relacionadas

CUADRO 17: EMPRESAS VINCULADAS POR CAPITAL

RAZÓN SOCIAL	TIPO DE RELACIÓN
ELECTROQUIL S.A.	ACCIONARIA
UBESAIR S.A.	ACCIONARIA
SUPERCINES S.A.	ACCIONARIA

Fuente: INMOBILIARIA LAVIE S.A / Elaboración: Class International Rating

CUADRO 18: EMPRESAS RELACIONADAS POR ADMINISTRACIÓN

RAZÓN SOCIAL	TIPO DE RELACIÓN
ADMINISTRADORA DEL PACÍFICO S.A. ADEPASA	ADMINISTRATIVA
CORPORACIÓN EL ROSADO S.A.	ADMINISTRATIVA
ENTRETENIMIENTO DEL PACÍFICO S.A. ENTREPASA	ADMINISTRATIVA

Fuente: INMOBILIARIA LAVIE S.A / Elaboración: Class International Rating

Otros Aspectos Cualitativos de la Empresa

Clientes

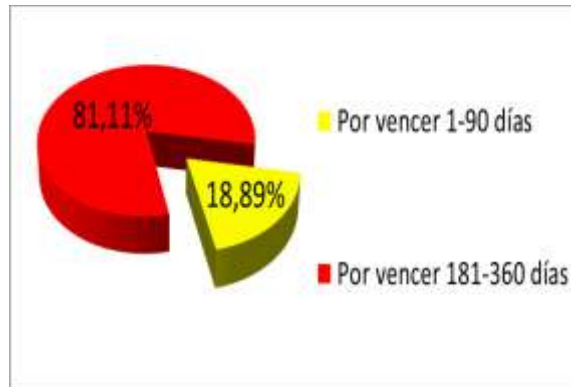
Las operaciones de INMOBILIARIA LAVIE S.A., corresponden fundamentalmente al arriendo de sus bienes inmuebles administrados a partir de 2013 por su compañía relacionada Administradora del Pacífico S.A. ADEPASA. En consecuencia, la actividad actual de la inmobiliaria y sus resultados están conformados fundamentalmente por las transacciones correspondientes a los acuerdos existentes con sus relacionadas. Es decir, ADEPASA S.A. es considerada como su principal cliente; al 29 de febrero de 2020, la entidad generó una participación del 100,00% sobre los ingresos acumulados, en este corte no se registró alquiler de maquinaria.

Por lo antes mencionado, la cartera de clientes de INMOBILIARIA LAVIE S.A. corresponde a la cartera de Administradora del Pacífico S.A. ADEPASA., Corporación El Rosado S.A. e Inmobiliaria Meridional S.A. INMERISA.

Al 29 de febrero de 2020 la cartera por vencer hasta 90 días representó el 18,89%, que corresponde únicamente a cartera con Administradora del Pacífico S.A. ADEPASA, mientras que la cartera por vencer desde 181 a 360 días acapara el 81,11% y corresponde a cartera con Inmobiliaria Meridional S.A. INMERISA.

Cabe destacar que la cartera de la compañía exclusivamente se concentra en cartera por vencer, es decir, no registra cartera vencida.

GRÁFICO 5: ESTRUCTURA DE LA CARTERA (Febrero 2020)

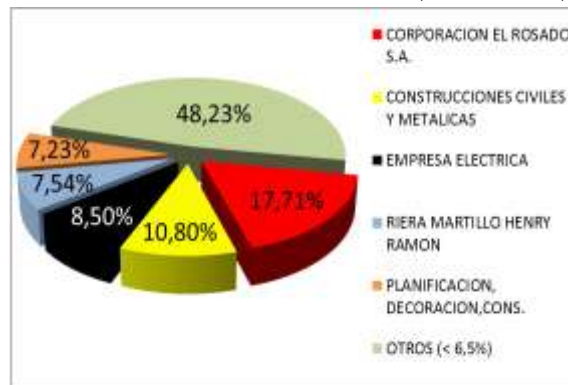


Fuente: INMOBILIARIA LAVIE S.A. / Elaboración: Class International Rating

Proveedores

Al referirnos a los proveedores de INMOBILIARIA LAVIE S.A. se debe indicar que mantiene relaciones comerciales con una variedad de empresas e instituciones relacionadas con su giro de negocio. A febrero de 2020, la compañía reportó la siguiente participación: Corporación El Rosado S.A., con una representación del 17,71% sobre las 20 mayores adquisiciones. Entre los 3 mayores proveedores sumaron una representación del 37,01%. En la categoría otros se incluyen aquellos cuyas representaciones fueron inferiores al 6,5%.

GRÁFICO 6: PRINCIPALES PROVEEDORES (FEBRERO 2020)



Fuente: INMOBILIARIA LAVIE S.A. / Elaboración: Class International Rating

Estrategias y Políticas de la Empresa

Durante los últimos años la empresa se ha enfocado en dos estrategias principales: Innovación y mantenimiento. La innovación tiene el propósito de brindar una gama más amplia de servicios a sus clientes, y el mantenimiento de la edificación procura conservar sus inmuebles atractivos para el público visitante.

La compañía concentra sus esfuerzos en ofrecer la mezcla adecuada de productos y servicios para los clientes de sus locales, de tal forma que mantenga su atractivo y la preferencia del público en general.

Política de Financiamiento

A lo largo del periodo analizado, INMOBILIARIA LAVIE S.A. ha fondeado sus activos principalmente con patrimonio, es así que a febrero de 2020 financió el 56,52% (58,66% a diciembre de 2019); sin embargo, los pasivos han ganado representatividad año tras año, llegando a financiar a los activos en febrero de 2020 el 43,48% (41,34% a diciembre 2019), en donde permanentemente los rubros más representativos fueron las obligaciones en Mercado de Valores.

La deuda con costo financió el 21,00% de los activos totales a febrero de 2020 (21,96% a diciembre de 2019), en donde la deuda de corto plazo representó el 8,67% de los activos y la de largo plazo el 12,33%.

Responsabilidad Social

La INMOBILIARIA LAVIE S.A., en cumplimiento a las obligaciones establecidas en acuerdos ministeriales, ha efectuado charlas referentes a diferentes temas ambientales y además temas de responsabilidad social empresarial para que los empleados de las diferentes áreas de negocios tengan conocimientos sobre ciertos aspectos que son importantes a la hora de realizar una actividad laboral.

Las charlas fueron impartidas al personal de Mi Comisariato, Ferrisariato, Carl's Jr, Chili's, Supercines y al personal administrativo de los centros comerciales.

Los temas impartidos en las charlas fueron: Difusión del plan de manejo ambiental, Manejo de desechos peligrosos y no peligrosos, Uso sustentable de los recursos naturales y Riesgos laborales y contingentes.

La empresa da un seguimiento mediante un informe ambiental de cumplimiento, donde los administradores de los centros comerciales Paseo Shopping Milagro y Riocentro Shopping, atienden las inquietudes y observaciones de los moradores del sector y usuarios de los establecimientos, para encontrar una inmediata solución o las acciones correspondientes del caso.

Regulaciones a las que está sujeta la Empresa y Normas de Calidad.

Siendo INMOBILIARIA LAVIE S.A. una Sociedad Anónima regida por las leyes ecuatorianas y cuyo ente de control es la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, se encuentra sujeta a la regulación de otros organismos de control como el Servicio de Rentas Internas, el Ministerio de Relaciones Laborales, el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social, el Instituto Ecuatoriano de la Propiedad Intelectual e incluso la Defensoría del Pueblo, entre otras. Así mismo, al ser su principal actividad el arriendo de bienes inmuebles, su actividad también está regulada por la Ley de Inquilinato.

Por otro lado, vale señalar que al ser una empresa inmobiliaria no está sujeta a normas de calidad.

Riesgo Legal

Al 29 de febrero de 2020, según el Consejo de la Judicatura, la compañía INMOBILIARIA LAVIE S.A. no posee procesos judiciales en su contra.

Liquidez de los títulos

Con fecha 17 de julio de 2017, SILVERCROSS S.A. Casa de Valores SCCV inició la colocación de los valores, determinando que hasta el 21 de julio de 2017 colocó el 100,00% de los valores aprobados (USD 20,00 millones).

Al 29 de febrero de 2020, INMOBILIARIA LAVIE S.A. INMOBILIARIA LAVIE S.A. mantiene vigentes las siguientes emisiones, tal como muestra el detalle a continuación:

CUADRO 19: EMISIONES REALIZADAS FEBRERO 2020 (USD)

Instrumento	Año Emisión	Resolución Aprobatoria	Monto Autorizado	Saldo de Capital
Primer Programa de Papel Comercial	2015	SCVS-INMV-DNAR-15-0004282	10.000.000,00	-
Segundo Programa de Papel Comercial	2017	SCVS.INMV.DNAR.17.0002206	15.000.000,00	-
Tercer Programa de Papel Comercial	2019	SCVS-INMV-DNAR-2019-00004921	15.000.000,00	15.000.000,00
Primera Emisión de Obligaciones	2017	SCVS.IRQ.DRMV.2017.2207	20.000.000,00	7.083.333,33
Segunda Emisión de Obligaciones	2019	SCVS.INMV.DNAR.SA.2019.00002248	20.000.000,00	20.000.000,00

Fuente: INMOBILIARIA LAVIE S.A. / Elaboración: Class International Rating

Presencia Bursátil

De acuerdo con lo dispuesto por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, se incluye para el análisis de la presencia bursátil, la referencia de las transacciones realizadas en las Bolsas de Valores, siendo la fórmula utilizada la siguiente:

Presencia Bursátil = Número de días Negociados Mes / Número de Ruedas Mes.

CUADRO 20: PRESENCIA BURSÁTIL (FEBRERO 2020)

Mes	# Días Negociados	# Transacciones	Monto Negociado	# Días Bursátiles	Presencia Bursátil
sep-19	4	4	3.276,14	21	19,05%
oct-19	2	2	200.934,94	21	9,52%
nov-19	5	6	688.190,08	22	22,73%
dic-19	1	1	150.000,00	20	5,00%

Fuente: BV / Elaboración: Class International Rating

Sobre la base de lo analizado y detallado, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., observó y analizó la presencia bursátil. Por lo señalado, Class International Rating Calificadora de Riesgos S.A., ha dado cumplimiento con lo estipulado en el literal f, numeral 1, del Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Eventos Importantes

En octubre de 2012 se realizó la firma de contratos de mandato con la Administradora del Pacífico S.A. Adepara por la administración, operación y mantenimiento de los centros comerciales “Riocentro Norte”, “Paseo Shopping Santo Domingo”, “Paseo Shopping Portoviejo”, “Paseo Shopping Milagro”, “Paseo Shopping Manta”, “Rio” y “Riocentro Los Ceibos” y demás bienes inmuebles. Por medio de estos contratos se faculta y autoriza a la compañía Administradora del Pacífico S.A. Adepara para que bajo su única y absoluta responsabilidad pueda seleccionar y celebrar contratos de concesión de los locales comerciales. Por dichos contratos las partes han convenido como precio por la administración de los centros comerciales el 25% del valor total recaudado mensualmente por el pago de las concesiones de los distintos locales del centro comercial. Estos contratos tuvieron una duración de 5 años a partir de la fecha de celebración de los mismos. El 30 de septiembre de 2017, terminaba la vigencia del contrato, pero dentro de las cláusulas del contrato pactado, su cláusula cuarta indica que, si ambas partes dentro de los noventa días antes de finalizado el contrato no se pronuncia en fin de liquidar el mismo, el contrato se renueva bajo las mismas condiciones y el mismo tiempo. La entidad supo manifestar que el contrato ha sido renovado en función de lo expresado en la cláusula anteriormente mencionada.

Situación del Sector

La industria de la construcción es de suma importancia para el crecimiento de la economía, por su aporte tanto en la cantidad de empresas dedicadas a actividades directas y relacionadas, así como por el efecto multiplicador generado por la mano de obra empleada, ya que se considera a esta industria como el mayor empleador del mundo.⁴¹ Según el Foro Económico Mundial, el sector constructor representa el núcleo de la globalización económica y este significa aproximadamente el 6% del PIB mundial. A pesar de que este sector representa una de las principales ramas productivas de la economía del país, durante los últimos 3 años esta industria se ha visto afectada por la crisis económica que Ecuador ha atravesado.

En el periodo 2015-2016 existieron 133 proyectos abortados, mientras que en el siguiente periodo (2016-2017), fueron 101 proyectos paralizados⁴². Si bien durante 2015 existió una desaceleración en el crecimiento anual del sector de la construcción, es a partir del 2016 cuando la industria empezó a mostrar un decrecimiento. No obstante, para 2017 se revierte la situación, pues si bien continúa existiendo tasas de crecimiento negativas,

⁴¹ <http://www.ecuadorencifras.gob.ec/wp-content/descargas/Infoeconomia/info10.pdf>

⁴² Información tomada de <https://www.revistalideres.ec/uploads/files/2017/12/04/Oportunidades%20del%20sector%20de%20la%20construccion%20ecuatoriano%20-%20Ponencia%20de%20Silverio%20Duran%20en%20el%20Foro%20Empresarial%20de%20Revista%20Lideres.pdf>

estas muestran una recuperación. De esta forma, para el año 2018 el sector experimenta un crecimiento positivo anual, después de 10 trimestres consecutivos de contracción.

En 2018 el sector constructor presentó una leve mejoría con un crecimiento cercano al 0,2%. Para el año 2019 el Banco Central del Ecuador (BCE) estima un crecimiento del 0,7 %, este año sería el segundo año de crecimiento del sector de la construcción.⁴³ Este dinamismo se vio apoyado entre otras cosas por factores económicos como el otorgamiento de créditos a tasas especiales.

Según publicación del Banco Central⁴⁴, el Índice de la Actividad Económica Coyuntural (IDEAC), creció en el cuarto trimestre de 2019 en 0,45%, comparado con el trimestre anterior. En lo que respecta a un análisis interanual, la situación es compleja, pues el IDEAC bruto registró una caída de 5,4%, dado que la mayoría de industrias relevantes señalaron decrecimientos, entre ellas se encuentra la construcción, cuya producción cayó un 8%.

En el contexto nacional, es de singular importancia la consideración de la normativa que rija al sector de la construcción en el país, normativa que busca reglamentar y apoyar desde la perspectiva de disminución de riesgos y mejoramiento de la calidad de las edificaciones. Este asunto preocupa a entidades gubernamentales y no gubernamentales, las mismas que han hecho esfuerzos al respecto.⁴⁵

El sector en general mantiene una aceptable capacidad para transferir al precio de sus productos los cambios en los costos de insumos, aranceles, entre otros. Adicionalmente, el alto nivel de especialización en investigación y desarrollo, les permite a las empresas del sector poder generar nuevos productos complementarios y/o sustitutos a los de la industria en general, es decir en sus mercados relevantes. El sector deberá emprender en proyectos de vivienda de menor costo, y que aunque eso implica también menores márgenes de rentabilidad, es clave su participación activa en este proceso; para que esto se pueda dar es necesario el mejoramiento de procesos constructivos y la optimización de todos los recursos⁴⁶.

El índice de precios de la construcción (IPCO), el cual mide la evolución de los precios de materiales, equipo y maquinaria de construcción, registra un encarecimiento en materiales como: ductos de planchas galvanizadas, alambres de metal y perfiles estructurales de acero, con una variación anual promedio durante 2018 a 2017, de 19,13%, 13,75% y 12,75% respectivamente. Por otro lado, los materiales que han presentado una mayor reducción en precios, son los equipos y maquinaria de construcción vial, equipo de circuito cerrado de televisión y vidrio plano, los cuales tuvieron un decrecimiento promedio entre 2018 y 2017 de -8,54%, -9,06% y 21,48%, respectivamente⁴⁷.

En 2019 el índice de precios de la construcción (IPCO) muestra un notable aumento en los precios de los explosivos y aditamentos utilizados en la construcción, con un incremento porcentual anual del 20,31%, seguido de combustibles para la construcción con un crecimiento del 13,25% y equipo para aire acondicionado con el 9,18%. Los productos que presentan una mayor disminución en sus precios son los aditivos para hormigones asfálticos con un decrecimiento del -8,31%, seguido de las placas de piedra (cortada a máquina) con el -5,84% y los materiales para alumbrado público con el -3,19%⁴⁸

Dentro de la composición de la inversión extranjera directa (IED), al tercer trimestre del 2018, se observa que el sector de la construcción significó el 24,13% de la entrada de recursos, alcanzando USD 48,37 millones, lo cual resulta superior a lo registrado en el mismo periodo del año 2017, cuando la construcción capturó el 17,99% de la IED (USD 26,78 millones)⁴⁹. La inversión extranjera directa (IED) para el segundo trimestre de 2019 es de USD – 7,55 millones lo que significaría que la desinversión es mayor que la inversión en este sector⁵⁰.

⁴³ <https://www.mundoconstructor.com.ec/el-sector-de-la-construccion-entre-crecimiento-bajo-y-nulo-para-2019/>

⁴⁴ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/IDEAC29.pdf>

⁴⁵ <http://www.camicon.ec/wp-content/uploads/2015/11/Construcci%C3%B3n-243.pdf>

⁴⁶ <http://blog.vive1.com/sector-construccion-2016-ecuador>

⁴⁷ <http://www.ecuadorencifras.gob.ec/indice-de-precios-de-la-construccion/>

⁴⁸ <http://www.ecuadorencifras.gob.ec/indice-de-precios-de-la-construccion/>

⁴⁹ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/InversionExtranjera/Directa/indice.htm>

⁵⁰ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/InversionExtranjera/Directa/indice.htm>

El Estudio Mensual de Opinión Empresarial, del Banco Central del Ecuador, a febrero de 2020 señala que el Índice de Confianza Empresarial (ICE) Global alcanzó 1.463,1 puntos, lo que significó una disminución de 0,1% con respecto al mes anterior, es decir, 2,2 puntos menos. Este comportamiento está relacionado con las variaciones negativas de los ICE de la industria, la construcción y los servicios; en tanto que, el ICE del comercio presentó una variación positiva.

En febrero de 2020, el ICE de la construcción registró una variación mensual negativa de 0,6 puntos (0,1% menor a la alcanzada en el mes anterior), ubicándose en 605,5 puntos. Este comportamiento del ICE del sector de la construcción, estaría relacionado con las variaciones negativas en variables como: personal ocupado, valores planillados y volumen de construcción.

El sector donde desarrolla sus actividades la empresa tiene como barreras de entrada: La necesidad de economías de escala, la necesidad de fuertes inversiones de capital en bienes raíces, la experiencia y el *know how* necesario para incursionar en este sector. La principal barrera de salida que tiene el sector es la dificultad que pueden tener las empresas para liquidar sus activos. El sector en general mantiene una aceptable capacidad para transferir al precio de sus productos los cambios en los costos de insumos.

Expectativas

El Fisco va a tener menos ingresos, lo que puede llevar a una reducción relativa de inversión en obras públicas. El programa de austeridad implementado por el Gobierno actual implica un menor gasto en consumo del Gobierno, así como una contracción en la inversión pública, lo que podría frenar el crecimiento del sector de la construcción.

Para lo mencionado anteriormente, la ASOCIACIÓN DE PROMOTORES INMOBILIARIOS DE VIVIENDA DEL ECUADOR promovió la iniciativa de los Fondos de Inversión Inmobiliaria en el año 2016, la misma que tuvo una creciente aceptación en el mercado al punto de ser la segunda acción más líquida y más transada del Mercado de Valores⁵¹.

Según el Fondo Monetario Internacional (FMI), se espera para el año 2019 exista una recesión económica con una variación del -0,5%, lo que conlleva a que el sector de la construcción se vea contraído, provocando que los niveles de empleo se reduzcan.⁵²

El BCE indicó que 20 actividades decrecieron en 2019; la construcción registra una cifra de -3,9% frente al año previo. Ante la situación económica general mucha gente prefiere no endeudarse en la compra de una vivienda, pues dada la inestabilidad del empleo, temen no poder realizar los pagos.⁵³

Posición Competitiva de la Empresa

Ha sido muy difícil determinar la posición competitiva de INMOBILIARIA LAVIE S.A. en el mercado, puesto que no existe información pública disponible de otras compañías que se dediquen al arrendamiento de bienes inmuebles. No obstante, dentro del sector inmobiliario pueden considerarse como competencia ciertas inmobiliarias, pues ofrecen también servicios de corretaje de bienes externos, lo que crea para ellas una mayor oportunidad de reconocimiento. En función de ello la compañía considera como su competencia, a las siguientes empresas, mismas que ofrecen en el mercado un producto similar.

- MOBILSOL
- PROADSER

Finalmente, por considerarse una herramienta que permite visualizar un cuadro de la situación actual de la compañía, es importante incluir a continuación el análisis FODA de INMOBILIARIA LAVIE S.A., evidenciando los

⁵¹ <http://www.apive.org/biblioteca/index.php/download/vehiculos-colectivos-de-inversion-inmobiliaria-ecuador-a-la-cola-de-la-region-pablo-lucio-paredes-03-2018/>

⁵² <https://www.mundoconstructor.com.ec/el-sector-de-la-construccion-entre-crecimiento-bajo-y-nulo-para-2019/>

⁵³ <https://www.elcomercio.com/actualidad/sectores-crecimiento-economia-ecuador-estudio.html>

puntos más relevantes tanto positivos como negativos en cuanto a su efecto, así como factores endógenos y exógenos, de acuerdo a su origen.

CUADRO 21: FODA

FORTALEZAS	DEBILIDADES
Formar parte de un Grupo reconocido	Por la naturaleza del negocio, la compañía hace fuertes inversiones en Activos Fijos lo que conlleva a un requerimiento fuerte de liquidez, que es recuperada en el largo plazo.
Cuenta con credibilidad, reputación y confianza en el mercado	
Visión clara del negocio inmobiliario al que está enfocado	
Gran experiencia en el desarrollo de centros comerciales	
Oportunidades	Amenazas
Exploración de nuevos sectores para los centros comerciales	Liquidez de inversión en el país
	Riesgos relacionados con los factores económicos
Sector Inmobiliario como Instrumento de Inversión	Restricciones comerciales por implementación de salvaguardias y aranceles de importación
	Escasez en ofertas de materiales de construcción, inflación.

Fuente / Elaboración: INMOBILIARIA LAVIE S.A.

Riesgo operacional

El riesgo operacional comprende la posibilidad de que el resultado económico y los flujos de la compañía se vean afectados al encontrarse expuesta a ciertos aspectos o factores de riesgos asociados con su operatividad, el manejo de la información, entre otros.

El riesgo que existe y que podría perjudicar de forma significativa a la compañía, se encuentra asociado a las propiedades de inversión que posee, las mismas que podrían ser objeto de daños ante la ocurrencia de eventos como incendios, temblores, terremotos u otros, no obstante, con la finalidad de mitigar este riesgo la compañía cuenta con pólizas de seguros multiriesgo, las cuales tienen vigencia hasta el mes de octubre de 2020.

Por otro lado, respecto al manejo de la información se debe mencionar que la compañía cuenta con procedimientos y planes de contingencia para servicios y sistemas de información, que entre otras cosas contempla políticas y procedimientos de respaldo de la información.

Es importante mencionar que no existe mayor riesgo en cuanto a la operatividad relacionada con el cobro de los arriendos a los diferentes clientes de INMOBILIARIA LAVIE S.A., pues todos los ingresos de los clientes se encuentran gestionados por la Administradora del Pacífico S.A. ADEPASA y han suscrito contratos con sus respectivas cláusulas de penalización en caso de incumplimiento, lo cual facilita la logística de la gestión de cobros.

Riesgo Financiero

El análisis financiero efectuado a INMOBILIARIA LAVIE S.A., se realizó en base a los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales auditados de los años 2016, 2017 y 2018, junto a los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales internos no auditados cortados al 31 de diciembre de 2019, 28 de febrero de 2019 y 29 de febrero de 2020.

Análisis de los Resultados de la Empresa

Los ingresos de la compañía a partir del año 2017 presentaron un comportamiento creciente, desde USD 18,83 millones en ese año 2017 hasta USD 20,97 millones en 2019, gracias a las estrategias implementadas por la compañía.

Para los periodos interanuales los ingresos mantuvieron la tendencia al alza reportada en los periodos anuales, pues pasaron de USD 3,24 millones en febrero de 2019 a USD 3,99 millones en febrero de 2020, como efecto de mayores locales administrados.

A febrero de 2020 los ingresos estuvieron conformados en mayor medida por Concesionarios, mismos que representaron el 45,86% del total de ingresos, seguido de un 31,73% de arriendos, un 14,57% de alcúotas y el 7,84% de recuperación de gastos.

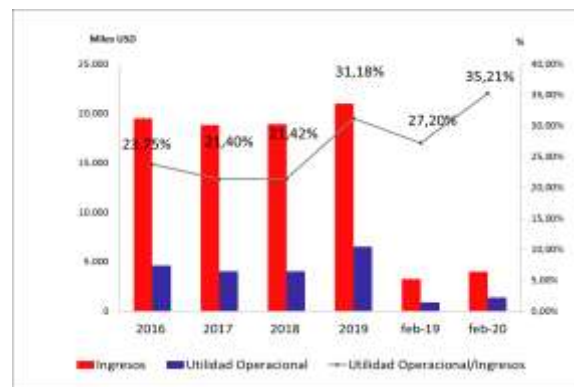
Dada la actividad desarrollada por INMOBILIARIA LAVIE S.A., no registra costo de ventas.

Los gastos operacionales mantuvieron una representación relativamente estable sobre los ingresos entre los años 2016 - 2019, significando en promedio el 75,56%, lo que evidencia un manejo aceptable de sus políticas de gastos. Lo anterior redundó en un margen operacional creciente desde el 21,40% de los ingresos ordinarios en 2017 hasta el 31,18% en 2019.

Para los periodos interanuales, los gastos operacionales mantuvieron un comportamiento decreciente sobre los ingresos, es así que pasaron de representar el 72,80% en febrero de 2019 a un 64,79% en febrero de 2020, lo que derivó en un margen operacional con tendencia al alza, pues luego de ubicarse en un 27,20% de los ingresos en febrero de 2019 pasó a un 35,21% de los ingresos en febrero de 2020, demostrando el buen manejo de sus gastos a lo largo del tiempo.

Resulta importante señalar también que dentro de estos gastos se registran las depreciaciones, puesto que éstas se generan en todas las propiedades que mantiene la compañía y que son destinadas al arrendamiento.

GRÁFICO 7: UTILIDAD OPERACIONAL E INGRESOS



Fuente: INMOBILIARIA LAVIE S.A. / Elaboración: Class International Rating

Los gastos financieros de la compañía presentaron un comportamiento decreciente a partir del año 2017, lo que responde a un eficiente manejo de su deuda, misma que la utiliza para financiar su operación, además de la normal amortización de las obligaciones con costo, dado que su participación sobre los ingresos pasó de 10,03% en 2017 a 4,18% en 2019 y 3,98% en febrero de 2020.

Luego de descontar los gastos financieros, otros ingresos/egresos y el impuesto a la renta, la compañía arrojó una utilidad neta que decreció de manera importante de un 12,66% de los ingresos en 2016 a un 3,52% de los ingresos en diciembre de 2017, debido al incremento de sus gastos financieros e impuestos. No obstante, para el año 2018 este margen se recupera significativamente hasta representar el 17,09% de los ingresos, gracias al incremento de sus ingresos y un mejor manejo de sus gastos. En diciembre de 2019 la utilidad antes de impuestos representó el 25,13% de los ingresos ordinarios, y en febrero de 2020 se ubicó en el 29,09% de los ingresos.

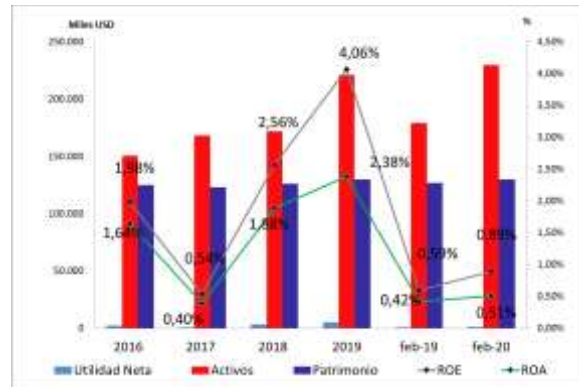
Indicadores de Rentabilidad y Cobertura

A partir del año 2017, los indicadores de rentabilidad sobre los activos (ROA) y sobre el patrimonio (ROE) se registraron crecientes, como efecto de los resultados arrojados por la compañía año tras año. Cabe mencionar que los estados financieros internos al 31 de diciembre de 2019 no registran el valor correspondiente al impuesto a la renta, en consecuencia, los indicadores de rentabilidad no son comparables con Los años anteriores.

CUADRO 22, GRÁFICO 8: RENTABILIDAD SOBRE ACTIVO Y PATRIMONIO

Ítem	2016	2017	2018	2019
ROA	1,64%	0,40%	1,88%	2,38%
ROE	1,98%	0,54%	2,56%	4,06%

Ítem	feb-19	feb-20
ROA	0,42%	0,51%
ROE	0,59%	0,89%



Fuente: INMOBILIARIA LAVIE S.A. / Elaboración: Class International Rating

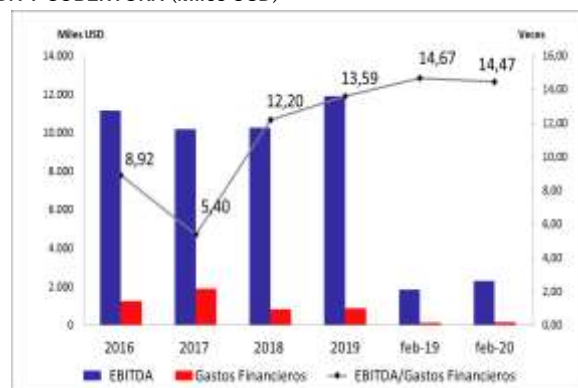
El EBITDA (acumulado) de INMOBILIARIA LAVIE S.A., al igual que los ingresos y la utilidad operacional, presentó una tendencia creciente, el cual representó el 54,15% de los ingresos ordinarios en 2017 y el 56,76% en 2019.

Para febrero de 2020 el EBITDA (acumulado) mantuvo el comportamiento al alza evidenciado en los periodos anuales, pues significó el 57,55% de los ingresos, porcentaje superior al registrado en febrero de 2019 (56,70% de los ingresos). Estos resultados demuestran que la compañía cuenta con suficiente capacidad para generar flujos propios para cubrir sus gastos financieros.

CUADRO 23, GRÁFICO 9: EBITDA Y COBERTURA (Miles USD)

Ítem	2016	2017	2018	2019
EBITDA	11.135	10.195	10.253	11.903
Gastos Financieros	1.249	1.888	840	876
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros (veces)	8,92	5,40	12,20	13,59

Ítem	feb-19	feb-20
EBITDA	1.837	2.294
Gastos Financieros	125	159
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros (veces)	14,67	14,47



Fuente: INMOBILIARIA LAVIE S.A. / Elaboración: Class International Rating

Capital Adecuado

Activos

Los activos de la compañía presentaron una clara tendencia creciente, desde USD 150,42 millones en 2016 hasta 221,11 millones en 2019 y USD 229,39 millones en febrero de 2020, como efecto del crecimiento en su cuenta de instalaciones y equipo, neto.

Al hablar de su estructura, históricamente son los activos no corrientes los más representativos, en donde se destaca la cuenta de propiedades de inversión, lo cual se ajusta a la actividad inmobiliaria del emisor. A partir de 2019, instalaciones y equipo adquiere relevancia, pues hasta 2018 no había llegado a representar más del 2% de los activos totales, mientras que en 2019 el valor neto de instalaciones y equipo representó el 33,94% de los activos totales y el 37,65% de los activos totales en febrero de 2020; lo anterior obedece a que la compañía registró las obras en curso dentro de instalaciones y equipo, una vez terminados los proyectos, los valores correspondientes pasan a propiedades de inversión.

Propiedad de inversión representó el 51,30% de los activos al cierre de 2019 y el 49,27% en febrero de 2020. El rubro incluye terrenos y edificios, con la correspondiente revalorización y depreciación. Según los auditores

externos “la compañía no tiene restricciones sobre la posibilidad de disponer o vender sus propiedades de inversión...”.

Por su parte, el activo corriente tiene una representación menor dentro de los activos totales, pues a diciembre de 2019 fue de 14,17%, mientras que para febrero de 2020 fue de 12,50%; en cuanto a su estructura, fueron las cuentas por cobrar relacionadas las más representativas, con el 6,31% a diciembre de 2019 y el 5,81% en febrero de 2020.

Los activos corrientes incluyen el rubro gastos pagados por anticipado, que registra el alquiler de un terreno prepago para inversiones inmobiliarias. En febrero de 2019 representó el 1,71% del total de activos.

Pasivos

Los pasivos de la INMOBILIRIA LAVIE S.A. presentaron una clara tendencia creciente, pues pasaron de USD 25,46 millones (16,93% de los activos) en 2016 a USD 91,41 millones (41,34% de los activos) en 2019 y USD 99,73 millones (43,48% de los activos) en febrero de 2020, lo que estuvo ligado al crecimiento de cuentas por pagar relacionadas, proveedores y emisiones en el Mercado de Valores.

En lo que respecta a su estructura, los pasivos totales estuvieron conformados principalmente por aquellos de tipo corriente, mismos que financiaron el 11,55% de los activos en 2016, un 23,26% en 2019 y un 28,03% de los activos en febrero de 2020, determinando además que para este último periodo estuvieron conformados mayormente por Cuentas por pagar relacionadas, mismas que financiaron el 12,67% de los activos (9,61% del activo en 2019), a esta le sigue las obligaciones con el Mercado de Valores con un 6,16% de los activos (6,44% en 2019) y proveedores con el 6,16% de los activos (6,24% en 2019).

Para febrero de 2020, los pasivos no corrientes financiaron en 15,44% de los activos (18,08% de los activos en 2019), los mismos estuvieron conformados por Obligaciones con el Mercado de Valores con el 10,30% (12,83% en diciembre de 2019) y Otras cuentas por pagar con el 3,12% de los activos (3,14% en 2019).

Al referirnos a la deuda financiera, se debe indicar que ésta financió el 21,00% de los activos al 29 de febrero de 2020, porcentaje levemente inferior al registrado en diciembre de 2019 (21,96% de los activos), misma que estuvo conformada mayormente por deuda a largo plazo, la cual financió el 12,33% de los activos a febrero de 2020 (14,94% de los activos a diciembre de 2019), mientras que la de corto plazo financió el 8,67% de los activos (7,02% en 2019).

Patrimonio

El patrimonio presentó una tendencia creciente en términos monetarios, desde USD 123,15 millones (73,33% de los activos) en diciembre de 2017 hasta USD 129,70 millones (58,66% de los activos) en 2019, sin embargo, para febrero de 2020 disminuyó imperceptiblemente a USD 129,66 millones (56,52% de los activos). Las variaciones mencionadas obedecen a los cambios en la utilidad del ejercicio y superávit por revalorizaciones.

El capital social se mantuvo sin variaciones durante todo el periodo analizado, en una suma de USD 0,87 millones, monto que financió apenas el 0,39% a diciembre de 2019 y 0,38% en febrero de 2020, lo que evidencia que en el corto plazo los accionistas deberían inyectar recursos frescos, dada la actividad creciente de la compañía.

Al referirnos a su estructura se debe indicar que la cuenta más representativa fue la de Resultados por aplicación NIIF y Superávit por revaluación, aunque con tendencia decreciente, ya que pasó de financiar el 48,85% de los activos en 2016 hasta un 37,16% de los activos en 2019 y un 35,51% en febrero de 2020; le sigue reservas, que financiaron el 18,72% de los activos en 2019 y el 18,05% en febrero de 2020.

Flexibilidad Financiera

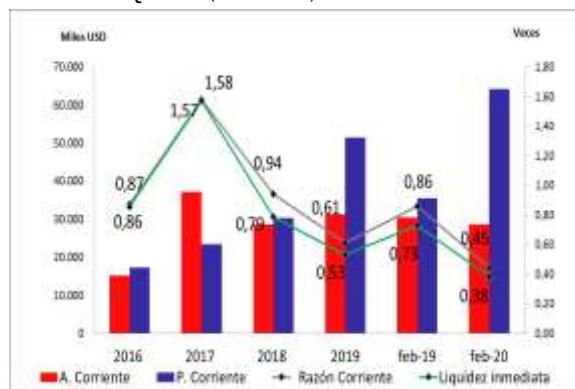
Con excepción del año 2017, el indicador de razón circulante se ubicó por debajo de la unidad a lo largo del periodo analizado, lo que influyó sobre su capital de trabajo, pues arrojó resultados negativos (-9,09% de los activos en diciembre de 2019 y -15,53% de los activos en febrero de 2020). Lo anterior obedece al giro normal del negocio de INMOBILIARIA LAVIE S.A., debido al uso de efectivo y equivalentes para la adquisición de propiedades de inversión y el aumento de las cuentas por pagar a relacionadas (arriendo facturado por Inmobiliaria Meridional S.A. anticipadamente debido al incremento de activo fijo).

Por otro lado, la ausencia de inventarios genera que la liquidez inmediata obtenga resultados similares a los de la razón circulante, ya que lo único que se ha tomado en cuenta son los gastos pagados por anticipado, generando los resultados que se evidencian a continuación.

CUADRO 24, GRÁFICO 10: NIVEL DE LIQUIDEZ (Miles USD)

Ítem	2016	2017	2018	2019
Activo Corriente	15.197	37.214	28.635	31.336
Pasivo Corriente	17.371	23.532	30.400	51.428
Razón Circulante (veces)	0,87	1,58	0,94	0,61
Liquidez Inmediata (veces)	0,86	1,57	0,79	0,53

Ítem	feb-19	feb-20
Activo Corriente	30.545	28.680
Pasivo Corriente	35.514	64.308
Razón Circulante (veces)	0,86	0,45
Liquidez Inmediata (veces)	0,73	0,38

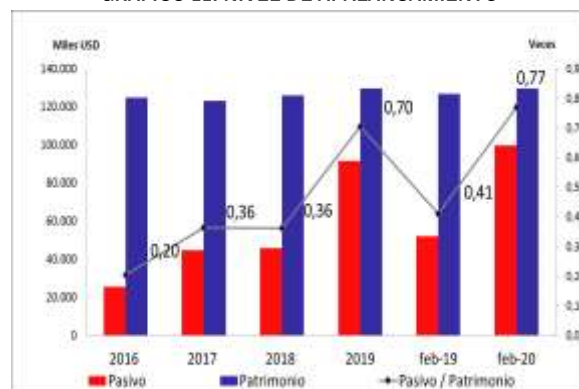


Fuente: INMOBILIARIA LAVIE S.A. / Elaboración: Class International Rating

Indicadores de Endeudamiento, Solvencia y Solidez

El indicador de apalancamiento que relaciona al pasivo total sobre patrimonio revela un comportamiento relativamente estable, que se encuentra relacionado con el comportamiento de su patrimonio, ubicándose por debajo de la unidad, lo cual indica que la compañía financia su actividad primordialmente con recursos propios.

GRÁFICO 11: NIVEL DE APALANCAMIENTO



Fuente: INMOBILIARIA LAVIE S.A. / Elaboración: Class International Rating

La relación de pasivos totales sobre EBITDA (anualizado), registró una tendencia creciente desde 2,29 años en 2016 a 7,68 años al cierre de 2019 (8,07 años en febrero de 2020), lo que indica el tiempo en el cual la compañía podría cancelar todos sus compromisos.

El indicador Deuda Financiera/EBITDA (anualizado) refleja un comportamiento creciente durante el periodo analizado, desde 1,22 años en 2016 hasta 4,08 años en diciembre de 2019 (3,90 años en febrero de 2020), siendo este el tiempo que le tomaría a la compañía cancelar con recursos propios, sus obligaciones con costo.

Contingentes

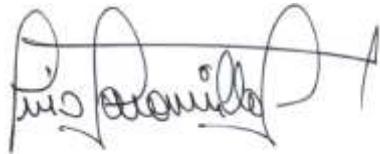
Según lo reportado por la administración de la compañía al 29 de febrero de 2020, INMOBILIARIA LAVIE S.A. registró varias obligaciones como codeudor de empresas relacionadas del Grupo El Rosado, el cual como Corporación siempre ha respaldado las operaciones de todas sus relacionadas frente a los Bancos.

Liquidez de los instrumentos

Situación del Mercado Bursátil⁵⁴

Durante noviembre de 2018, el Mercado de Valores autorizó 62 Emisiones de Obligaciones de las cuales el 100% pertenecieron al sector mercantil, determinando que 20 emisiones fueron autorizadas en la ciudad de Quito y 42 en la ciudad de Guayaquil, registrando un monto total de USD 377,50 millones, valor que representó 39,29% del monto total de emisiones autorizadas. Por otra parte, las emisiones de Papel Comercial representaron el 36,32%, las acciones el 0,52% y las titularizaciones el 23,87% del total aprobado hasta el 31 de diciembre de 2018. El monto total de obligaciones aprobadas en el mercado de valores alcanzó la suma de USD 960,90 millones hasta diciembre de 2018, determinando que la distribución por sector económico estuvo concentrado en el segmento de industrias manufactureras con el 42,41%, comercio al por mayor y al por menor con el 30,84% y actividades financieras con el 19,11%.

Atentamente,



Econ. Luis R. Jaramillo Jiménez MBA
GERENTE GENERAL



Ing. Xavier Espinosa
Analista

⁵⁴ <https://portal.supercias.gob.ec/wps/portal/Inicio/Inicio/MercadoValores/Estadisticas/ResumenEjecutivo> (última información registrada en dicha página web)

ANEXO I: ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (Miles USD)

Cuenta	2016	2017	2018	feb-19	2019	feb-20
ACTIVO						
Efectivo y equivalentes de efectivo	597	13.485	992	1.803	2.083	1.458
Cuentas por cobrar relacionados	8.648	22.659	19.179	17.840	13.960	13.317
Otras cuentas por cobrar	5.952	1.069	8.465	10.902	15.293	13.905
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	15.197	37.214	28.635	30.545	31.336	28.680
Propiedad, instalaciones y equipo neto	133.907	129.418	141.826	147.043	188.452	199.392
Otros Activos No Corrientes	1.315	1.315	1.315	1.315	1.321	1.321
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	135.221	130.733	143.141	148.358	189.773	200.713
TOTAL ACTIVOS	150.418	167.947	171.776	178.903	221.109	229.394
PASIVOS						
Préstamos (Obligaciones Bancarias)	3.367	1.024	-	-	1.300	1.100
Proveedores locales y del exterior	3.599	1.593	5.231	7.665	13.803	14.139
Otras cuentas por pagar	1.219	727	5.961	10.132	22.094	30.279
Obligaciones Mercado de Valores	9.186	20.188	19.208	17.717	14.232	18.790
TOTAL PASIVOS CORRIENTE	17.371	23.532	30.400	35.514	51.428	64.308
Préstamos (Deuda bancaria LP)	1.019	-	-	-	4.650	4.650
Obligaciones Mercado de Valores	-	13.483	8.351	8.375	28.375	23.625
Otras cuentas por pagar	7.073	7.784	6.977	8.132	6.954	7.151
TOTAL PASIVOS NO CORRIENTE	8.093	21.267	15.329	16.507	39.979	35.426
Deuda Financiera	13.572	34.695	27.560	26.092	48.557	48.165
Deuda Financiera C/P	12.553	21.212	19.208	17.717	15.532	19.890
Deuda Financiera L/P	1.019	13.483	8.351	8.375	33.025	28.275
TOTAL PASIVOS	25.463	44.799	45.729	52.021	91.407	99.734
PATRIMONIO						
Capital Social	869	869	869	869	869	869
Reservas	28.335	28.335	28.667	28.667	41.402	41.402
Reserva de capital	11.119	11.119	11.119	11.119	0	0
Utilidad neta del ejercicio	2.470	663	3.231	751	5.271	1.160
Resultados por aplicación NIIF y Superávit por revaluación	73.485	73.485	73.485	73.485	82.161	81.456
Resultados acumulados	8.676	8.676	8.676	11.990	0	4.773
TOTAL PATRIMONIO	124.954	123.148	126.047	126.882	129.702	129.660

Fuente: INMOBILIARIA LAVIE S.A. / Elaboración: Class International Rating

ANEXO II: ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (Miles USD)

Cuenta	2016	2017	2018	feb-19	2019	feb-20
Ingresos	19.507	18.826	18.909	3.239	20.973	3.987
MARGEN BRUTO	19.507	18.826	18.909	3.239	20.973	3.987
TOTAL GASTOS	14.874	14.798	14.858	2.358	14.433	2.583
UTILIDAD OPERACIONAL	4.632	4.028	4.051	881	6.540	1.404
Gastos Financieros	1.249	1.888	840	125	876	159
Otros ingresos/egresos no operacionales, netos	(24)	42	104	(5)	(394)	(85)
UTILIDAD ANTES DE PART. E IMPTOS.	3.360	2.182	3.315	751	5.271	1.160
Impuesto a la Renta (menos)	889	1.519	84	0	0	0
UTILIDAD NETA DEL EJERCICIO	2.470	663	3.231	751	5.271	1.160

Fuente: INMOBILIARIA LAVIE S.A. / Elaboración: Class International Rating

ANEXO III: INDICADORES FINANCIEROS

Razón Financiera	2016	2017	2018	feb-19	2019	feb-20
Gastos Operacionales / Ingresos	76,25%	78,60%	78,58%	72,80%	68,82%	64,79%
Utilidad Operacional / Ingresos	23,75%	21,40%	21,42%	27,20%	31,18%	35,21%
Utilidad Neta del Ejercicio/ Ingresos	12,66%	3,52%	17,09%	23,19%	25,13%	29,09%
Utilidad operacional / Utilidad Neta del Ejercicio	187,51%	607,11%	125,36%	117,27%	124,08%	121,03%
(Otros ingr/egr netos) / Utilidad Neta del Ejercicio	-0,97%	6,33%	3,23%	-0,60%	-7,47%	-7,35%
Gastos financieros / Utilidad Neta del Ejercicio	50,54%	284,55%	26,01%	16,67%	16,62%	13,67%
Rentabilidad						
Rentabilidad sobre Patrimonio	1,98%	0,54%	2,56%	0,59%	4,06%	0,89%
Rentabilidad sobre Activos	1,64%	0,40%	1,88%	0,42%	2,38%	0,51%
Liquidez						
Razón Corriente	0,87	1,58	0,94	0,86	0,61	0,45
Liquidez Inmediata	0,86	1,57	0,79	0,73	0,53	0,38
Capital de Trabajo	-2.174	13.682	-1.765	-4.968	-20.092	-35.627
Capital de Trabajo / Activos Totales	-1,45%	8,15%	-1,03%	-2,78%	-9,09%	-15,53%
Cobertura						
EBITDA	11.135	10.195	10.253	1.837	11.903	2.294
EBITDA anualizado	11.135	10.195	10.253	10.306	11.903	12.361
Ingresos	19.507	18.826	18.909	3.239	20.973	3.987
Gastos Financieros	1.249	1.888	840	125	876	159
EBITDA / Ingresos	57,08%	54,15%	54,23%	56,70%	56,76%	57,55%
EBITDA/Gastos Financieros	8,92	5,40	12,20	14,67	13,59	14,47
Utilidad Operativa / Deuda Financiera	0,34	0,12	0,15	0,03	0,13	0,03
EBITDA (anualizado) / Gastos de Capital	0,98	6,07	0,55	0,38	0,16	1,09
	1,74	0,27	3,00	28,72	13,73	12,78
Solvencia						
Pasivo Total / Patrimonio	0,20	0,36	0,36	0,41	0,70	0,77
Activo Total / Capital Social	173,17	193,35	197,76	205,96	254,55	264,09
Pasivo Total / Capital Social	29,31	51,57	52,65	59,89	105,23	114,82
Deuda Financiera / EBITDA (anualizado)	1,22	3,40	2,69	2,53	4,08	3,90
Pasivo Total / EBITDA (anualizado)	2,29	4,39	4,46	5,05	7,68	8,07
Deuda Financiera / Pasivo	53,30%	77,45%	60,27%	50,16%	53,12%	48,29%
Deuda Financiera / Patrimonio	10,86%	28,17%	21,86%	20,56%	37,44%	37,15%
Pasivo Total / Activo Total	16,93%	26,67%	26,62%	29,08%	41,34%	43,48%
Capital Social / Activo Total	0,58%	0,52%	0,51%	0,49%	0,39%	0,38%
Solidez						
Patrimonio Total / Activo Total	83,07%	73,33%	73,38%	70,92%	58,66%	56,52%
Eficiencia						
Periodo de Cobros (días)	162	439	370	325	243	200

Fuente: INMOBILIARIA LAVIE S.A. / Elaboración: Class International Rating