

**CALIFICACIÓN:**

Cuarto Programa Papel Comercial	AAA
Tendencia	
Acción de calificación	Inicial
Metodología	Calificación de Obligaciones
Fecha última calificación	n/a

**DEFINICIÓN DE CATEGORÍA:**

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

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

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

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

**CONTACTO**

**Mariana Ávila**  
Gerente de Análisis  
[mavila@globalratings.com.ec](mailto:mavila@globalratings.com.ec)

**Hernán López**  
Gerente General  
[hlopez@globalratings.com.ec](mailto:hlopez@globalratings.com.ec)

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. otorgó la calificación de AAA para el Cuarto Programa de Papel Comercial de INMOBILIARIA LAVIE S.A. en comité No.065-2021, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el día 04 de marzo de 2021; con base en los estados financieros auditados de los periodos 2017, 2018 y 2019, estados financieros internos, proyecciones financieras, estructuración de la emisión y otra información relevante con fecha diciembre de 2020 y enero 2021. (Aprobado el 11 de febrero de 2021 mediante Junta General Extraordinaria de Accionistas por un monto de hasta USD 15.000.000,00).

**FUNDAMENTOS DE CALIFICACIÓN**

- El sector comercial constituye uno de los principales dinamizadores de la economía. El sector comercial afrontó un crecimiento sostenido durante la última década, impulsado por el aumento de la inversión y el consumo privado, que presenta oportunidades de desarrollo dadas las nuevas tecnologías y canales de comercialización. Actualmente, dada la situación socioeconómica a nivel nacional, el sector comercial depende en gran medida del desarrollo de canales alternativos de comercialización. INMOBILIARIA LAVIE S.A. es el referente dentro del segmento de centros y locales comerciales a nivel nacional, además de ser parte de uno de los grupos empresariales más grandes del país.
- INMOBILIARIA LAVIE S.A. es una compañía con 38 años de experiencia dentro del sector inmobiliario, perteneciente a uno de los grupos empresariales más importantes del Ecuador con participación a nivel nacional a través de sus diferentes líneas de negocio. La empresa desde su fundación ha formado parte del desarrollo del Grupo El Rosado, a través de un excelente manejo gerencial que le ha permitido establecerse como un pilar fundamental para el crecimiento del holding empresarial que abarca las marcas más importantes dentro del sector detallista, entre otros.
- En el contexto de la emergencia actual, INMOBILIARIA LAVIE S.A. mantiene activas sus operaciones llevándose a cabo con relativa normalidad, en cumplimiento con normas de seguridad y limpieza tanto para el personal como para las instalaciones. Dentro de sus principales arrendatarios en centros comerciales y locales, supermercados, mantuvieron sus operaciones con normalidad, mientras que dentro de otros segmentos empezaron a reactivarse, a partir del levantamiento de algunas restricciones de movilidad implementadas por el COE nacional. Durante el estado de emergencia la compañía inauguró un Comisariato al norte de la ciudad de Guayaquil y la ampliación del Gran Riocentro Ceibos.
- La compañía mantiene una adecuada posición financiera, contó con una fortaleza patrimonial importante lo que repercutió en un nivel de apalancamiento estable en valores menores a la unidad, presentó una adecuada estructura de la deuda entre el corto y largo plazo, una cobertura adecuada del EBITDA sobre los gastos financieros y la capacidad suficiente para hacer frente a sus obligaciones tanto financieras como no financieras.
- La emisión bajo análisis se encuentra debidamente instrumentada y estructurada, cuenta con resguardos de ley y con un límite de endeudamiento referente a los pasivos con costo de hasta 2 veces el patrimonio de la compañía.

**DESEMPEÑO HISTÓRICO**

Los ingresos de INMOBILIARIA LAVIE S.A. provienen de arriendo de locales comerciales en los diferentes centros comerciales administrados por Administradora del Pacífico S.A. ADEPASA propiedad de Grupo El Rosado. La compañía presentó altos niveles de ventas durante el periodo analizado (2017 – 2019) con variaciones marginales crecientes. Para 2020, debido a que las actividades económicas a nivel nacional (y mundial) se vieron restringidas por la emergencia sanitaria la empresa demostró una baja dentro de sus ingresos, sin embargo, con pronóstico positivo alcanzando niveles de ingreso superiores a los del 2019 en función del retorno paulatino de las operaciones en los centros comerciales cumpliendo con las normas sanitarias vigentes, adicionalmente de la apertura y ampliación de centros y locales comerciales para el último trimestre del 2020. La compañía mantuvo una constante optimización de gastos operativos, tanto por la dinámica de precios de mercado, como por una adecuada gestión de costos y gastos operativos.

La compañía presentó un incremento paulatino en el monto de activos gracias a inversiones propiedad, planta y equipos y propiedades de inversión, donde se agrupan los diversos bienes inmuebles de la compañía, así como las obras en curso. Durante 2020 la compañía realizó inversiones considerables las que fueron financiadas a través de nuevos préstamos bancarios locales, los que se concentraron principalmente en el largo plazo. Este hecho provocó una nueva estructura del pasivo, concentrando su mayor proporción en el largo plazo e incrementando la participación del pasivo con costo sobre el total de pasivos de la compañía. La deuda neta se mantuvo dentro de niveles controlados, presentó su nivel más alto para 2020.

Sus niveles de rentabilidad fueron aceptables para una empresa con la fortaleza patrimonial y la estructura de financiamiento que mantiene, el rendimiento sobre el patrimonio fue satisfactorio y han presentado una estabilidad en el periodo de estudio.

RESULTADOS E INDICADORES	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
	Actual	Actual	Actual	Actual	Preliminar	Proyectado	Proyectado	Proyectado
Ingresos de actividades ordinarias	18.822	18.826	18.909	20.468	16.968	20.107	21.112	22.168
Utilidad operativa	4.608	3.980	4.125	5.645	3.064	5.027	5.278	5.542
Utilidad neta	2.470	663	3.231	3.593	2.206	401	692	1.233
EBITDA	11.111	10.148	10.327	11.874	8.743	10.706	10.957	11.221
Deuda Neta	12.976	21.210	26.355	46.452	86.249	81.990	75.919	69.307
Flujo Libre de Efectivo (FLE)	11.718	(3.546)	13.264	13.459	11.410	5.672	6.471	7.012
Necesidad Operativa de Fondos	(3.087)	(1.143)	(4.758)	(12.593)	(8.125)	(6.591)	(6.591)	(6.591)
Servicio de Deuda (SD)	652	956	21.060	17.766	16.993	30.535	31.253	29.125
Razón de Cobertura de Deuda DSCRC	17,04	10,62	0,49	0,67	0,51	0,35	0,35	0,39
Capital de Trabajo	(2.174)	13.682	(1.765)	(13.365)	(28.824)	(30.900)	(30.263)	(30.172)
ROE	1,98%	0,54%	2,56%	2,81%	1,72%	0,31%	0,53%	0,94%
Apalancamiento	0,20	0,36	0,36	0,72	0,92	0,86	0,81	0,76
Z de Altman Manufactureras	2,320	1,442	1,378	0,749	0,511	0,575	0,616	0,659

**Tabla 1:** Resultados e indicadores.

Fuente: INMOBILIARIA LAVIE S.A., Elaboración: GlobalRatings

## EXPECTATIVAS PARA PERIODOS FUTUROS

Las premisas de la proyección de la situación financiera de INMOBILIARIA LAVIE S.A. para el periodo 2021 - 2023 se basan en los resultados reales de la compañía y en un escenario conservador para el futuro. En este caso, igual que en todas las empresas ecuatorianas (y mundiales) la realidad a la fecha del presente informe está condicionada por la emergencia sanitaria y la consecuente paralización de actividades económicas. Sin embargo, el sector en el que INMOBILIARIA LAVIE S.A. se desenvuelve y el buen manejo y prestigio de la empresa han contribuido a que la compañía mantenga sus operaciones con relativa normalidad. Sin embargo, en un escenario conservador, para 2021 se proyectan ingresos similares a los de 2019 (+18,5% con respecto a 2020), se estima un crecimiento del 5% anual para los periodos 2022 y 2023, se consideraron estas premisas bajo un escenario conservador, dado por la recuperación gradual del consumo y por las nuevas inversiones realizadas por la compañía que suponen un mayor número de inmuebles y por lo tanto de ingresos por concepto de arrendamiento.

En lo que respecta al de gastos operativos, se proyecta una participación sobre ventas del 75% (45% gastos operativos y 30% depreciación) para los años siguientes de acuerdo con el comportamiento de las ventas y en concordancia con el comportamiento histórico, mientras que los gastos financieros responderán a la colocación y amortización de las deudas con entidades financieras y el Mercado de valores de acuerdo con las necesidades de fondeo estimadas.

En el escenario descrito, la compañía presenta niveles de ingreso incrementales a partir del 2021, buenos resultados con un retorno sobre el patrimonio favorable en la proyección y con niveles de deuda neta que se estima bajarán progresivamente en el futuro, a partir de 2022. La proyección arroja como resultado excelentes indicadores financieros, con un capital de trabajo negativo coherente con el propio giro de negocio, pero que no afecta a la liquidez de la compañía, un apalancamiento inferior a 1 y una disponibilidad de fondos más que suficiente para cubrir sus obligaciones y financiar el desarrollo de nuevos establecimientos o locales comerciales.

## FACTORES ADICIONALES

La emergencia sanitaria que atraviesa el mundo ha hecho que el corto plazo sea altamente incierto dado que aún no se vislumbra un final y que las consecuencias económicas sean difíciles de proyectar. Pensar en el largo plazo es más complejo aun dado que el escenario económico post pandemia es casi imposible de predecir. En este contexto la compañía ha demostrado las fortalezas ya señaladas en lo que respecta a la calidad de sus activos y de su administración. Si bien las operaciones se han reducido debido a las medidas gubernamentales de circulación de personas en horarios restringidos, la compañía ha continuado su atención a clientes en los distintos puntos de venta debido a que comercializa productos de primera necesidad para el consumo de la población que forman parte de la canasta básica; por lo cual, las líneas de distribución han operado de manera regular. Desde el levantamiento del toque de queda impuesto por el Gobierno se han retomado gradualmente las actividades comerciales manteniendo aforos limitados, medidas de distanciamiento y bioseguridad. La expectativa de la administración es que, luego de la emergencia sanitaria, los niveles de consumo lleguen a niveles deseados.

## FACTORES DE RIESGO

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

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



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

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

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

Se debe indicar que dentro de las cuentas por cobrar que mantiene INMOBILIARIA LAVIE S.A., se registran cuentas por cobrar compañías relacionadas por USD 5,51 millones, por lo que los riesgos asociados podrían ser:

- Las cuentas por cobrar compañías relacionadas corresponden al 4,19% del total de los activos que respaldan la Emisión y el 2,22% de los activos totales, por lo que su efecto sobre el respaldo del proceso de Emisión de Obligaciones no es representativo, si alguna de las compañías relacionadas llegara a incumplir con sus obligaciones ya sea por motivos internos de las empresas o por motivos exógenos atribuibles a escenarios económicos adversos, sin embargo esta relación es netamente comercial por el propio giro de negocio. La compañía mantiene adecuadamente documentadas estas obligaciones y un estrecho seguimiento sobre los flujos de las empresas relacionadas lo que mitiga este riesgo.

## INSTRUMENTO

### CUARTO PROGRAMA DE PAPEL COMERCIAL


Monto Emisión	USD 15.000.000,00			
Características	MONTO	PLAZO EMISIÓN	PLAZO DEL PROGRAMA	PAGO DE CAPITAL
	15.000.000	Hasta 359 días	720 días	Al vencimiento
Garantía	Garantía General en los términos de la Ley de Mercado de Valores (Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero) y sus reglamentos.			
Destino de los recursos	Los recursos que se generen serán destinados en su 100% para reestructuración de pasivos con costos.			
Rescates anticipados	No contempla sorteos ni rescates anticipados.			
Underwriting	El presente programa no contempla un contrato de underwriting.			
Estructurador financiero y agente colocador	SILVERCROSS S.A. Casa de Valores SCCV			
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.			
Representante de obligacionistas	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.			
Resguardos	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 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.</li> <li>■ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.</li> <li>■ Mantener durante la vigencia de la emisión, la relación activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25, según lo establecido en Artículo 3, Sección I, Capítulo IV, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.</li> </ul>			
Límite de endeudamiento	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ El Emisor mientras esté vigente la presente emisión 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 mantendrá un límite de endeudamiento referente a los pasivos con costo de hasta 2 veces el patrimonio de la compañía.</li> </ul>			

Tabla 2: Resumen instrumento.

Fuente: Silvercross S.A. Casa de Valores SCCV, Elaboración: GlobalRatings

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

Atentamente,



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

