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

Quito - Ecuador

Sesión de Comité No. 060/2019, del 30 de abril de 2019

Información Financiera cortada al 28 de febrero de 2019

Analista: Econ. Juan Fernando Espinoza

juan.espinoza@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.

Cuarta 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. 060/2019 del 30 de abril de 2019 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 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 al desarrollo de las actividades del negocio, requerimientos estratégicos y los objetivos empresariales.

- Los ingresos ordinarios de la compañía durante los periodos 2015-2018, registraron variaciones leves, de manera que pasaron de registrar USD 19,50 millones en 2015 a 18,91 millones en 2018 (USD 18,83 millones en año 2017), fluctuaciones que obedecen a la coyuntura que está atravesando el país. Para febrero de 2019, los ingresos se ubicaron en USD 3,24 millones, monto superior en 2,76% respecto a febrero de 2018, cuando se ubicaron en USD 3,15 millones, producto del ingreso de concesionarios en los centros comerciales.
- La compañía generó un margen operativo decreciente que se observó año tras año, pues pasó de representar el 28,79% en 2015 a 21,42% de los ingresos en 2018, como consecuencia del incremento de los gastos operativos en relación a los ingresos ordinarios. Para los periodos interanuales, la utilidad operacional creció, como efecto de menores gastos operativos, es así que pasó de 23,97% de los ingresos en febrero de 2018 a 27,20% en febrero de 2019.
- Luego de descontar los gastos financieros, otros ingresos/egresos y el impuesto a la renta, la compañía arrojó una utilidad neta decreciente hasta diciembre de 2017, puesto que luego de haber representado el 13,50% de los ingresos en 2015, pasó a un 3,52% de los ingresos en diciembre de 2017, debido al incremento registrado en sus gastos financieros e impuestos. Para diciembre de 2018 esta se recupera hasta significar un interesante 17,09% de los ingresos, como efecto del registro de mayores ingresos no operacionales y menores gastos financieros. Para los periodos interanuales se observa una considerable recuperación de la utilidad antes de impuestos y participaciones, tanto en términos monetarios como en su participación sobre los ingresos, puesto que pasó de significar el 12,40% de los ingresos en febrero de 2018 a 23,19% de los ingresos en febrero de 2019, como efecto del aumento de sus ingresos, en conjunto con la reducción de sus gastos operacionales y financieros.
- El EBITDA (acumulado) de INMOBILIARIA LAVIE S.A., presentó una tendencia decreciente, puesto que en el año 2015 se registró en 63,47% sobre los ingresos y pasó a 54,15% de los ingresos al cierre de 2017, a pesar de este decrecimiento la compañía muestra que tiene la capacidad de generar flujos propios para su operación. Para diciembre de 2018, este se recupera casi imperceptiblemente hasta significar el 54,23% de los ingresos, gracias a mayores ingresos. A febrero de 2019, el EBITDA (acumulado) representó el 56,70% de los ingresos, evidenciando un leve crecimiento con respecto a febrero de 2018 cuando significó el 56,61% de los ingresos como efecto de la recuperación de su margen operacional.
- Los activos de la compañía presentaron un comportamiento creciente a partir del año 2015, es así que pasaron de USD 146,18 millones en ese año a USD 171,78 millones en diciembre de 2018 y USD 178,90 millones en febrero de 2019, como efecto de un incremento importante en sus instalaciones y equipo, específicamente en Obras en curso. 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.
- Los pasivos totales de la INMOBILIRIA LAVIE S.A. presentaron una tendencia creciente, pues pasaron de USD 21,06 millones (14,41% de los activos) en 2015 a USD 45,73 millones (26,62% de los activos) en 2018 y USD 52,02 millones (29,08% de los activos) en febrero de 2019, lo que estuvo ligado al crecimiento de sus cuentas por pagar relacionadas (arriendo que facturó Inmobiliaria Meridional S.A. anticipadamente por el aumento de activo fijo), además de Proveedores (pago a proveedores obras: Ambato, Riocentro Ceibos II, Paso peatonal y ampliación Manta).
- Al referirnos a la deuda financiera, se debe indicar que ésta financió el 14,58% de los activos al 29 de febrero de 2019, porcentaje inferior al registrado en diciembre de 2018 (16,04% de los activos), como efecto de la normal amortización de sus obligaciones, determinando además que la misma estuvo conformada mayormente por deuda a corto plazo, la cual financió el 9,90% de los activos a febrero de 2019 (11,18% de los activos a diciembre de 2018).
- Desde el año 2015 el patrimonio presentó una tendencia decreciente, pues luego de haberse ubicado en USD 125,12 millones (85,59% de los activos) en ese año, pasó a USD 123,15 millones (73,33% de los activos) en diciembre de 2017, lo que en parte obedece a la disminución en la utilidad neta de cada ejercicio, sin embargo, la compañía mantiene un importante financiamiento con recursos propios. A partir del año 2018, el patrimonio se recupera, ascendiendo a USD 126,05 millones (73,38% de los activos) y USD 126,88 millones (70,92% de los activos) en febrero de 2019, gracias al aumento de los resultados acumulados.
- El capital social se mantuvo sin variaciones durante los periodos económicos analizados en una suma de USD 0,87 millones, monto que financió apenas el 0,51% a diciembre de 2018 y 0,49% en febrero de 2019,

lo que evidencia que en el corto plazo los accionistas de la compañía deberían inyectar recursos frescos dada la actividad creciente de la misma

- El indicador de razón circulante se ubicó por debajo de la unidad entre los periodos de diciembre de 2016, diciembre de 2018 y febrero de 2019, lo que influyó sobre su capital de trabajo, pues arrojó resultados negativos (-1,03% en diciembre de 2018 y -2,78% en febrero de 2019).
- 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 del 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.
- Al 28 de febrero de 2019, el saldo de capital pendiente de pago a los inversionistas, de la Primera Emisión de Obligaciones, después de haber cancelado el sexto dividendo de todas las clases, ascendió USD 12,25 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 28 de febrero de 2019, 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 28 de febrero de 2019, el emisor cumplió con lo establecido inicialmente.
- Al 28 de febrero de 2019, INMOBILIARIA LAVIE S.A., registró un monto total de activos menos las deducciones señaladas en la normativa de USD 92,39 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 73,91 millones, cifra que genera una cobertura de 6,03 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. No obstante, de acuerdo al periodo transcurrido, se observa que el comportamiento de la compañía y sus resultados no se dieron 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 del Artículo 19 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, 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.
- Nuevas regulaciones impuestas por parte del gobierno ecuatoriano podrían afectar los resultados de la compañía y de alguna manera sobre su operatividad.
- 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.

Según lo establecido en el literal g del Artículo 19 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 previsibles 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.

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 2015, 2016, 2017 y 2018 de INMOBILIARIA LAVIE S.A., así como Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales internos no auditados al 28 de febrero de 2018 y al 28 de febrero de 2019 (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 previsibles en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables.
- Consideraciones sobre los riesgos previsibles 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:

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

CLASE B					CLASE C				
Días	Capital	Interés	Dividendo	Saldo de Capital	Días	Capital	Interés	Dividendo	Saldo de Capital
17/07/2017				5.000.000	17/07/2017				10.000.000
17/10/2017	416.667	93.750	510.417	4.583.333	17/10/2017	625.000	193.750	818.750	9.375.000
17/01/2018	416.667	85.938	502.604	4.166.667	17/01/2018	625.000	181.641	806.641	8.750.000
17/04/2018	416.667	78.125	494.792	3.750.000	17/04/2018	625.000	169.531	794.531	8.125.000
17/07/2018	416.667	70.313	486.979	3.333.333	17/07/2018	625.000	157.422	782.422	7.500.000
17/10/2018	416.667	62.500	479.167	2.916.667	17/10/2018	625.000	145.313	770.313	6.875.000
17/01/2019	416.667	54.688	471.354	2.500.000	17/01/2019	625.000	133.203	758.203	6.250.000
17/04/2019	416.667	46.875	463.542	2.083.333	17/04/2019	625.000	121.094	746.094	5.625.000
17/07/2019	416.667	39.063	455.729	1.666.667	17/07/2019	625.000	108.984	733.984	5.000.000
17/10/2019	416.667	31.250	447.917	1.250.000	17/10/2019	625.000	96.875	721.875	4.375.000

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.

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	

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 (28 de febrero de 2019)

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

Al 28 de febrero de 2019, el saldo de capital pendiente de pago a los inversionistas, de la Primera Emisión de Obligaciones, después de haber cancelado el sexto dividendo de todas las clases, ascendió USD 12,25 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 28 de febrero de 2019, 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-19	Cumplimiento
Indicador promedio de liquidez	Mayor o igual a (0,05)	1,26	Sí
Activos reales / Pasivos	Mayor o igual a uno (1)	3,32	Sí
Pasivos con Costo / Patrimonio	Hasta 2 veces	0,21	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-18	ago-18	sep-18	oct-18	nov-18	dic-18	PROMEDIO
Activos corrientes	39.562,85	32.054,33	28.920,49	30.345,15	30.817,25	29.811,30	1,26
Pasivos corrientes	28.351,38	20.760,86	19.986,62	26.677,85	30.065,24	30.313,87	
Índice Liquidez	1,40	1,54	1,45	1,14	1,03	0,98	

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

Monto Máximo de la Emisión

La Primera 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 28 de febrero de 2019, INMOBILIARIA LAVIE S.A. alcanzó un total de activos de USD 178,90 millones, de los cuales USD 108,70 millones son activos libres de gravamen de acuerdo al siguiente detalle:

CUADRO 7: DETALLE DE ACTIVOS LIBRES DE GRAVAMEN (FEBRERO 2019, USD)

Activos	Libres	%
Disponibles	1.803.355	1,66%
Exigibles	17.839.664	16,41%
Propiedad Instalación y Equipo	76.843.655	70,69%
Otros activos	12.216.837	11,24%
TOTAL	108.703.511	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 28 de febrero de 2019, 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.

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo apreciar que la compañía, con fecha 28 de febrero de 2019, presentó un monto total de activos menos las deducciones señaladas en la normativa de USD 92,39 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 73,91 millones, cifra que genera una cobertura de 6,03 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 2019)

Descripción	USD
Total Activos	178.902.900
(-) Activos Diferidos o Impuestos diferidos	16.831
(-) Activos Gravados	70.199.389

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.”

(-) Activos en Litigio y monto de las impugnaciones tributarias ³	-
(-) Monto no redimido de Obligaciones en circulación	15.000.000
(-) 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	1.297.693
Total Activos con Deducciones señaladas por la normativa	92.388.988
Monto Máximo de la emisión = 80.00% de los Activos con Deducciones	73.911.190
Emisión de Obligaciones a Largo Plazo	12.250.000
Total Activos con Deducciones / Saldo Emisión (veces)	7,54
80.00% de los Activos con Deducciones / Saldo Emisión (veces)	6,03

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

Adicionalmente se debe mencionar que al 28 de febrero de 2019, 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 3,24 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 el 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 exceder 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 28 de febrero de 2019 el 10,74% del 200% del patrimonio y el 21,48% del patrimonio, cumpliendo de esta manera con lo expuesto anteriormente.

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

Descripción	feb-19
Patrimonio	126.881.912
200% del Patrimonio	253.763.823
Saldo de Capital Emisión de Obligaciones	12.250.000
Saldo de Capital Emisión de Papel Comercial II	15.000.000
Total Emisiones	27.250.000
Valores emitidos y por emitir / 200% del Patrimonio	10,74%
Valores emitidos y por emitir / Patrimonio	21,48%

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

Proyecciones del Emisor

Las proyecciones financieras realizadas para el periodo 2017 – I SEM 2022, arrojan cifras contenidas en el cuadro que a continuación se presenta y que resume el estado de resultados proyectado de la compañía, de acuerdo al cual, al finalizar el año 2017, INMOBILIARIA LAVIE S.A. reflejaría una utilidad neta igual a USD 3,35 millones, mientras que para el 2021 alcanzaría USD 4,99 millones y USD 1,39 millones para el primer semestre del año 2022.

CUADRO 10: ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO (USD)

Rubro	2017	2018	2019	2020	2021	I Sem 2022
Ingresos	20.286.917	21.098.394	21.942.329	22.820.023	23.732.824	12.364.090
Utilidad bruta (ebit)	20.286.917	21.098.394	21.942.329	22.820.023	23.732.824	12.364.090
Gastos Generales de Operación	13.111.558	13.570.462	14.045.429	14.537.019	15.045.814	7.240.062

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 (Total Activos Deducidos – Emisiones) / (Total Pasivo-emisiones)

Utilidad operativa	7.175.359	7.527.931	7.896.901	8.283.004	8.687.009	5.124.028
Gastos financieros	1.185.488	1.559.143	1.236.889	740.652	341.535	76.911
Otros ingresos y egresos netos	(1.690.530)	(1.749.699)	(1.810.938)	(1.874.321)	(1.939.922)	(1.004.701)
Utilidad antes de impuestos	4.299.341	4.219.089	4.849.074	5.668.031	6.405.552	4.042.417
Impuestos	945.855	928.200	1.066.796	1.246.967	1.409.221	889.332
Utilidad neta	3.353.486	3.290.890	3.782.278	4.421.064	4.996.331	3.153.085

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

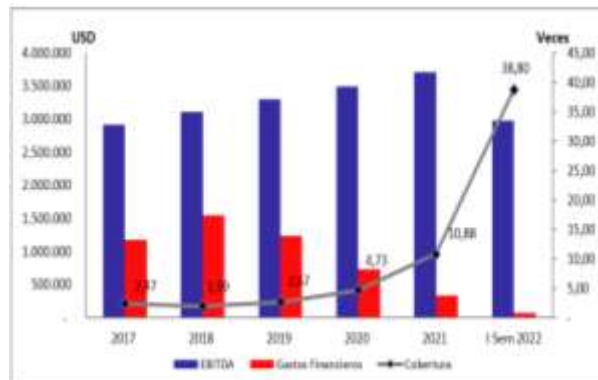
Es así que los ingresos de la compañía proyectarían un crecimiento del 4,00% para todos los años analizados, justificado por el aumento de los arriendos que se los realiza anualmente.

Los gastos operacionales que comprenden gastos generales, de mantenimiento e impuestos significarían en promedio (2017 – 2021) el 43,59% de los ingresos (39,37% para el I sem de 2022), permitiendo a la compañía arrojar una utilidad operativa de USD 7,18 millones (35,37% de los ingresos) para el año 2017, mientras que al cierre del año 2021, esta llegaría a USD 8,69 millones (36,60% de los ingresos), y para el segundo semestre de 2022 de USD 5,12 millones (41,44% 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 e impuesto a la renta, que después de ser deducidos del margen operativo, INMOBILIARIA LAVIE S.A. generaría una utilidad neta que significaría el 16,53% de los ingresos para el año 2017, el 21,05% en el año 2021 y 23,10% para el primer semestre del año 2022.

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 2,47 veces en el año 2017 a 10,88 veces en el año 2021 y 38,80 veces al primer semestre del año 2022, demostrando que el emisor gozaría en estos periodos 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

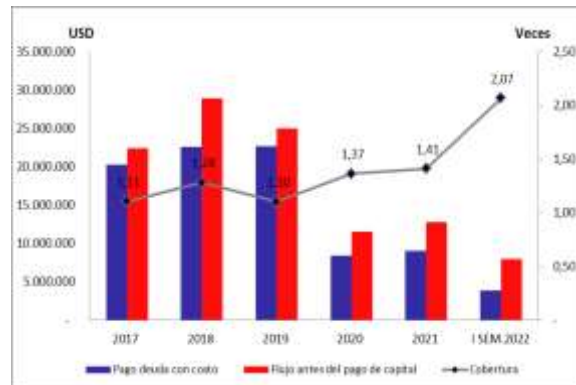
El flujo de efectivo, por otra parte, se encuentra dividido en dos partes, en su primera instancia presentan el total de ingresos que se originan por la normal operación de la compañía y por la emisión de papel comercial vigente y otras fuentes de financiamiento así como de la colocación de la emisión de obligaciones y el segundo programa de papel comercial. Posteriormente se detallan el total de gastos donde se consideran los gastos generales y de administración, impuestos y gastos fijos así como también, sus gastos financieros e inversiones alcanzando un saldo final de caja positivo en todos los años, que arrojarían al cierre de 2017, USD 2,15 millones, USD 3,73 millones al finalizar el año 2021 y USD 4,13 al cierre del primer semestre del 2022, en virtud de lo señalado, la proyección indica que la compañía posee un flujo de efectivo aceptable para hacer frente a las obligaciones que actualmente posee, así como las que estima contraer, tal como se puede evidenciar en el resumen expuesto a continuación:

CUADRO 11: FLUJO DE CAJA PROYECTADO (USD)

DESCRIPCIÓN	AÑO 2017	AÑO 2018	AÑO 2019	AÑO 2020	AÑO 2021	I SEM.2022
SALDO INICIAL DE CAJA	596.566	2.153.395	6.342.361	2.352.896	3.094.295	3.733.734
Cobranza Neta	20.286.917	21.098.394	21.942.329	22.820.023	23.732.824	12.364.090
Colocación Papel Comercial	15.924.000	14.600.000	-	-	-	-
Colocación Emisión de Obligaciones	20.000.000	-	-	-	-	-
Otras Fuentes de Financiamiento	8.000.000	2.000.000	8.000.000	-	-	-
TOTAL INGRESOS	64.210.917	37.698.394	29.942.329	22.820.023	23.732.824	12.364.090
GASTOS GENERALES Y DE ADMINISTRACIÓN	(8.861.558)	(9.150.462)	(9.448.629)	(9.756.347)	(10.073.916)	(5.100.330)
Gastos Generales y de Administración	(4.032.449)	(4.152.334)	(4.275.566)	(4.402.227)	(4.532.402)	(1.567.443)
Impuestos	(645.365)	(667.952)	(691.331)	(715.527)	(740.571)	(766.460)
Gastos Fijos	(4.183.745)	(4.330.176)	(4.481.732)	(4.638.592)	(4.800.943)	(2.766.427)
GASTOS FINANCIEROS	(20.302.000)	(22.609.266)	(22.672.227)	(8.447.957)	(9.079.545)	(3.866.609)
Pago I Programa de papel Comercial	(10.924.000)	-	-	-	-	-
Pago II Programa de Papel Comercial	-	(15.000.000)	(15.000.000)	-	-	-
Pago Capital I Emisión de Obligaciones	(2.583.333)	(5.166.667)	(5.166.667)	(4.333.333)	(2.250.000)	(500.000)
Pago Intereses I Emisión de Obligaciones	(750.078)	(1.226.016)	(802.344)	(411.406)	(126.328)	(15.000)
Pago de Capital Instituciones Financieras	(5.778.650)	(858.534)	(1.268.672)	(3.373.971)	(6.488.010)	(3.289.698)
Pago de Interes Instituciones financieras	(265.938)	(358.049)	(434.545)	(329.246)	(215.207)	(61.911)
INVERSIONES	(31.800.000)	-	-	(2.000.000)	(2.000.000)	(2.000.000)
Inversiones en Inmuebles	(31.800.000)	-	-	-	(2.000.000)	(2.000.000)
OTROS GASTOS	(1.690.530)	(1.749.699)	(1.810.938)	(1.874.321)	(1.939.922)	(1.004.701)
TOTAL GASTOS	(62.654.088)	(33.509.427)	(33.931.795)	(22.078.625)	(23.093.384)	(11.971.639)
FLUJO DEL MES	1.556.829	4.188.966	(3.989.465)	741.398	639.440	392.450
SALDO FINAL DE CAJA	2.153.395	6.342.361	2.352.896	3.094.295	3.733.734	4.126.184

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

GRÁFICO 2: NIVEL DE COBERTURA: FLUJOS⁸ VS. PAGO DE CAPITAL DE LAS OBLIGACIONES



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Finalmente, la calificadora realizó un ejercicio de estrés a dicho modelo. En donde se afectó dos de las variables del modelo, siendo estas los gastos generales y de mantenimiento y los ingresos, con el fin de evaluar la capacidad de soporte que tendría la operación del negocio. Se observó que de acuerdo a la proyección realizada, la mayor afectación que soportaría el modelo correspondió al supuesto de que los gastos generales y de mantenimiento incrementen hasta representar el 29% de los ingresos en todos los periodos analizados y que las ventas no registren ningún incremento, manteniendo el resto de variables fijas, lo que evidenció que la compañía continuaría generando resultados económicos positivos. Es importante mencionar que estas variables serían las máximas que puede soportar el modelo, si estas se incrementarían los resultados arrojados serían negativos. Es importante mencionar que con éste incremento la utilidad se reduciría en promedio en un 59,62%.

Del mismo modo, se aplicó el modelo de estrés al flujo de efectivo para determinar la capacidad de la empresa para generar flujos finales positivos considerando el incremento de los gastos generales y de administración

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

del 5,5%, observando que está sería la variable máxima que soportaría en la cual el flujo final se vería afectado en un promedio de 46,24%.

Comparativo de Resultados Reales Vs. lo Proyectado

Para determinar el cumplimiento del emisor al 28 de febrero de 2019, se procedió a comparar los resultados reales con lo proyectado hasta el primer trimestre de 2019 (el resultado esperado debería ser de aproximadamente 66,66%), es así que los ingresos reales alcanzados en febrero de 2019 lograron un cumplimiento del 57,57%.

Los gastos operacionales fueron superiores a lo proyectado en un inicio con un cumplimiento del 73,95%, mientras que los gastos financieros registraron un cumplimiento de apenas el 35,17%, situación que generó que la utilidad antes de impuestos de la compañía alcance un cumplimiento del 45,87%.

CUADRO 12: COMPARATIVO REAL FRENTE PROYECCIONES (Miles USD)

Estado de Resultados	Proyectado mar-19	Real feb-19	% (Cumplimiento)
Ingresos	5.627	3.239	57,57%
Utilidad bruta (ebit)	5.627	3.239	57,57%
Gastos administrativos y ventas	3.189	2.358	73,95%
Utilidad operativa	2.438	881	36,14%
Gastos financieros	356	125	35,17%
Otros ingresos y egresos netos	444	(5)	-1,20%
Utilidad antes de impuestos	1.638	751	45,87%

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 del Artículo 19, 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**

De acuerdo con las previsiones realizadas por la ONU, el crecimiento mundial se mantendrá en el 3,0% en 2019 y 2020, tras una expansión del 3,1% en 2018. En los Estados Unidos se prevé que el crecimiento se ralentice hasta el 2,5% en 2019 y el 2% en 2020 a medida que se disipa el estímulo fiscal de 2018. En el caso de la Unión Europea se prevé un crecimiento estable del 2,0%, con posibles riesgos hacia la baja. En China se prevé que el crecimiento se reduzca moderadamente, del 6,6% en 2018 al 6,3% en 2019. La ralentización del crecimiento en China y en Estados Unidos también podría reducir la demanda de productos básicos, lo que afectaría a los exportadores de esos productos de África y América Latina⁹.

⁹ https://www.un.org/development/desa/dpad/wp-content/uploads/sites/45/WESP2019_BOOK-ES-sp.pdf

Las cifras de crecimiento mundial no reflejan las fragilidades y el ritmo desigual del progreso económico en todo el mundo. Si bien las perspectivas económicas a nivel mundial han mejorado en los dos últimos años, en varios países en desarrollo se ha producido una disminución de los ingresos per cápita. Según la ONU, se prevén disminuciones o un débil crecimiento del ingreso per cápita en 2019 en América Latina y el Caribe, donde persiste inestabilidad, como la constricción de las condiciones financieras; los efectos de las huelgas; la incertidumbre política; y las tensiones comerciales. 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 y las tensiones entre Estados Unidos y China, entre otros factores.

Para la economía ecuatoriana, diversos organismos, tanto locales como internacionales, prevén un lento crecimiento económico para el año 2019. Por ejemplo, de acuerdo a las previsiones de crecimiento publicadas por la ONU, en 2019 el país crecerá un 0,9% y un 1,2% en 2020, después de presentar un crecimiento de 1,0% en 2018. La CEPAL estima un crecimiento del 0,9% en 2019¹⁰. De igual forma, el FMI¹¹ y el Banco Mundial¹², ubican las estimaciones de crecimiento del país en 0,7% al cierre del 2019. Para el Banco Central del Ecuador (BCE), la economía crecería un 1,4% en 2019.

Los principales indicadores macroeconómicos del Ecuador, determinados a marzo de 2019 o los más próximos disponibles a la fecha, se presentan a continuación:

CUADRO 13: INDICADORES MACROECONÓMICOS ECUADOR

Rubro	Valor	Rubro	Valor
PIB real (millones USD 2007) III trimestre 2018	18.064,20	Crecimiento anual PIB (t/t-4) III trimestre 2018	1,37%
Deuda Externa Pública como % PIB (enero - 2019)	32,62%	Inflación mensual (febrero - 2019)	-0,23%
Balanza Comercial Total (millones USD) ene 2019	-247,82	Inflación anual (febrero - 2019)	0,16%
Reservas Internacionales (millones USD al 15 de marzo 2019)	3.878,57	Inflación acumulada (enero-febrero - 2019)	0,24%
Riesgo país (21 - marzo - 2019)	591	Remesas (millones USD) año 2018	3.030,58
Precio Barril Petróleo WTI (USD al 21 - marzo- 2019)	59,98	Tasa de Desempleo Urbano (diciembre 2018)	4,80%

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 1,3%. 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 exportaciones¹³. Al tercer trimestre de 2018, el PIB real alcanzó USD 18.064,20 millones y reflejó una variación interanual de 1,37% y un crecimiento trimestral de 0,88%, donde el gasto de consumo final de los hogares fue la variable que tuvo la mayor incidencia en la variación interanual¹⁴.

Durante enero 2019, las **importaciones** totales en valor FOB alcanzaron USD 1.904,78 millones, siendo superior en 5,48% en relación a las compras externas realizadas en su similar periodo de 2018 (llegó a USD 1.805,85 millones). Por grupo de productos, las importaciones en valor FOB fueron mayores en: bienes de capital (11,9%), bienes de consumo (8,7%), materias primas (3,6%) y productos diversos (197,7%); mientras que fue menor en combustibles y lubricantes (-5%). La procedencia de los bienes radica principalmente de China, Estados Unidos, Brasil, Alemania, Rusia, Italia, Colombia, Perú y otros.

Por su parte, las **exportaciones** totales en enero de 2019 alcanzaron USD 1.656,96 millones, siendo inferior en 8,27% frente al mismo mes del 2018 (que alcanzó USD 1.806,32 millones). Las exportaciones petroleras (en volumen) disminuyeron en -0,9%; de igual forma, en valor FOB, las ventas externas de petróleo decrecieron un 18,14%, dado que se registró un valor unitario promedio del barril exportado de petróleo y derivados que pasó

¹⁰ <https://www.cepal.org/es/comunicados/actividad-economica-america-latina-caribe-se-expandira-13-2018-18-2019>

¹¹ <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2018/09/24/world-economic-outlook-october-2018>

¹² <http://www.worldbank.org/en/publication/global-economic-prospects>

¹³ <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>

¹⁴ <https://contenido.bce.fin.ec/home1/estadisticas/cntrimestral/CNTrimestral.jsp>

de USD 59 durante enero 2018 a USD 48,8 en 2019. Por otro lado, las exportaciones no petroleras registradas en enero de 2019 disminuyeron en 0,7% frente al mismo periodo del 2018, alcanzando USD 1.017,75 millones.

Se debe indicar que el sector comercial exportador se ha beneficiado gracias al proyecto de ley para renovar el Sistema Generalizado de Preferencias (SGP) para Ecuador, por la Cámara de Representantes de Estados Unidos¹⁵, así como el acuerdo comercial con Unión Europea (Asociación Europea de Libre Comercio (EFTA)), garantizando al Ecuador el ingreso de productos a más países europeos.

Por otro lado, desde inicios de 2017, Ecuador está obligado a reducir su producción petrolera debido al acuerdo pactado en la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), con el objetivo de estabilizar el precio del barril de crudo. No obstante, Ecuador firmó un decreto ejecutivo que permite la suscripción de contratos de participación con petroleras privadas, lo que impulsaría la explotación del crudo¹⁶. A través de la ronda petrolera "Intracampos", el Gobierno aspira captar 1.000 millones de dólares de inversión privada para 8 campos menores ubicados en la Amazonía del país¹⁷. La OPEP y sus aliados, anunciaron en diciembre 2018 una reducción conjunta de su producción petrolífera de 1,2 millones de barriles diarios al primer semestre de 2019, para evitar un exceso de oferta y frenar así la caída de los precios que se evidencia desde octubre 2018. Ecuador deberá reducir 2,5% de una producción de 524.000 barriles diarios. Actualmente, Ecuador tiene una producción de 515.000 barriles diarios¹⁸.

El precio del petróleo West Texas Intermediate (WTI), que sirve de referencia para la cotización del crudo ecuatoriano, muestra un comportamiento ligeramente volátil durante 2018, pues en enero se registró un promedio de USD 63,70 por barril, ascendió a USD 70,98 en julio, y cae a USD 49,52 a diciembre de 2018 (USD 57,41 a marzo 2019). La proforma presupuestaria 2019, estima un valor de USD 50,05 para las exportaciones de petróleo.

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



Fuente: Banco Central del Ecuador / Elaboración: Class International Rating

El total de **recaudación tributaria acumulado** sin contribuciones solidarias a febrero de 2019 sumó USD 2.335,13 millones, siendo un -0,60% inferior a lo registrado entre enero y febrero de 2018 (USD 2.321,23 millones). Entre los impuestos con mayor aporte destacan, el Impuesto al Valor Agregado (IVA de operaciones internas y de importaciones) con USD 1.228,32 millones, el Impuesto a la Renta (IR) con USD 621,50 millones, el Impuesto a la Salida de Divisas (ISD) con USD 203,66 millones, y el Impuesto a los Consumos Especiales (ICE de operaciones internas y de importaciones) con USD 157,14 millones¹⁹.

La **inflación** anual de precios en febrero 2019 fue de 0,16%, luego de registrarse doce meses consecutivos de inflación anual negativa desde septiembre 2017 hasta agosto 2018. Por otro lado, la inflación mensual se ubicó en -0,23%, lo que se debe, principalmente a la variación en los precios de los segmentos de transporte; recreación y cultura; y, alimentos y bebidas no alcohólicas.

¹⁵ <http://www.elcomercio.com/actualidad/preferencias-eeuu-renovaran-mantendra-comercio.html>

¹⁶ <https://alnavio.com/noticia/14386/economia/lenin-moreno-estimula-la-inversion-privada-para-elevar-la-produccion-de-petroleo.html>

¹⁷ <https://www.lahora.com.ec/noticia/1102185313/contratos-de-8-campos-petroleros-garantizaran-50-de-beneficios-para-ecuador>

¹⁸ <http://noticiasbvg.com/la-cotizacion-del-petroleo-cae-pese-al-recorte-de-la-opep/>

¹⁹ <http://www.sri.gob.ec/web/guest/estadisticas-generales-de-recaudacion>

En referencia al **salario nominal promedio**, para el año 2019, se fijó en USD 459,61²⁰; mientras que el **salario unificado nominal** fue de USD 394,00. 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 109,05 a febrero de 2019²¹. En cuanto al costo de la canasta básica familiar a febrero de 2019, ésta se ubicó en USD 717,79²², mientras el ingreso familiar mensual con 1,60 perceptores es de USD 735,47 sin incluir fondos de reserva, es decir, presenta una cobertura del 102,46% del costo de la canasta.

En relación a los indicadores laborales a diciembre de 2018, se observó que el 71,1% de la población nacional se encuentra en edad de trabajar; de ésta, el 65,6% se halla económicamente activa (8,03 millones de personas). Para el mismo periodo se aprecia que la tasa de **desempleo nacional** alcanzó 3,7% (4,6% a diciembre 2017) y el **empleo bruto nacional** se ubicó en 63,2% (64,6% a diciembre 2017), donde el **empleo adecuado** fue de 40,6%, inferior en 1,7% al registrado en diciembre 2017 (42,3%)²³. Estas variaciones son estadísticamente significativas. Los resultados de la encuesta muestran además un incremento significativo de la tasa de otro empleo no pleno que pasó de 24,1% en diciembre 2017 a 28,8% en diciembre 2018. Para la institución Cordes, son importantes las señales económicas que envíe el Gobierno para que crezca la economía, pero ya no con base en el endeudamiento y el gasto público, sino que se tomen medidas para restar rigidez al mercado laboral²⁴.

La **pobreza** a nivel nacional, medida por ingresos, se ubicó en 23,2% a diciembre 2018, implicando un incremento de 1,7% con respecto al mismo periodo del año previo. Por su parte, la pobreza extrema fue de 8,4% a diciembre de 2018, reflejando un incremento de 0,5% en relación a diciembre de 2017. La ciudad que mayor nivel de pobreza presentó fue Guayaquil (9,9%) y Quito la que presenta mayor pobreza extrema (2,4%), mientras que Cuenca presenta la menor tasa de pobreza (4,2%) y menor pobreza extrema (0,8%). La pobreza difiere en las zonas rurales, donde estos indicadores superan a los obtenidos en las ciudades; así, la pobreza en el área rural alcanzó el 40,0% en diciembre 2018. 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 2018 se ubicaron en USD 84,79 y USD 47,78 mensuales por persona respectivamente²⁵.

De acuerdo a la información publicada por el Banco Central del Ecuador, las **tasas de interés referenciales** no han presentado mayores cambios, es así que la tasa pasiva referencial mensual fue de 5,67% para marzo de 2019, mientras que la tasa activa referencial mensual fue de 8,75%; existiendo un spread de tasas activas y pasivas de 3,08%²⁶.

En lo que respecta a la evolución de la oferta **crédito** en el sistema financiero nacional, durante el tercer trimestre 2018, los bancos y mutualistas, fueron más restrictivos en el otorgamiento de los créditos productivo y microcréditos, dado que el saldo entre los bancos menos y más restrictivos, fue negativo. En cambio, los créditos de consumo fueron menos restrictivos y para vivienda el saldo fue nulo. Por su parte, las cooperativas fueron menos restrictivas en microcrédito y más restrictivas en consumo y vivienda²⁷.

El flujo de **remesas** que ingresó al país durante el año 2018 totalizó USD 3.030,58 millones, cifra superior en 6,70% con respecto al año 2017. El incremento se atribuye a la expansión y dinamismo económico registrado tanto en Estados Unidos como en Europa (principalmente en España), lo que permitió a los migrantes ecuatorianos enviar un mayor flujo de dinero a sus familiares. Durante 2018, el 90,54% del total de remesas recibidas provinieron de los países: Estados Unidos (56,22% de las remesas), España (26,14%), Italia (5,29%) y México (2,89%). Del total de remesas recibidas, Guayas, Azuay, Pichincha y Cañar concentraron el 74,76% del total de remesas (USD 2.265,78 millones)²⁸.

²⁰ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/IndCoyuntura/CifrasEconomicas/cie201902.pdf>

²¹ Es el valor del salario nominal promedio dividido para el índice de precios al consumidor del mes de referencia. Está expresado como índice cuya base es 2014=100.

²² <https://contenido.bce.fin.ec/docs.php?path=/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/Precios/Indicadores/PSEMensual.htm>

²³ http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/inflacion/2019/Febrero-2019/Boletin_tecnico_02-2019-IPC.pdf

²⁴ <https://www.eluniverso.com/noticias/2018/07/17/nota/6863150/mas-160000-pierden-empleo-pleno>

²⁵ http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/POBREZA/2018/Diciembre-2018/201812_Pobreza.pdf

²⁶ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/TasasInteres/Indice.htm>

²⁷ <https://contenido.bce.fin.ec/home1/economia/tasas/ET-ODC-IIIIT-2018.pdf>

²⁸ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/Remesas/ere201805.pdf>

Los flujos de **inversión extranjera directa (IED)** para el tercer trimestre de 2018 fueron de USD 200,44 millones; monto superior en 34,68% al registrado en su similar periodo en el 2017 (que alcanzó USD 148,83 millones). La mayor parte de la IED se canalizó principalmente a ramas productivas como: servicios prestados a las empresas, construcción, comercio, explotación de minas y canteras e industria manufacturera. Por país de origen, los flujos de IED provienen principalmente de Holanda, Uruguay, China, España, Colombia, Bélgica, Bermudas, Chile, Inglaterra, Italia, Estados Unidos y otros²⁹.

Al mes de enero de 2019, de acuerdo con información presentada por el Ministerio de Finanzas, el saldo de la **deuda externa pública** fue de USD 36.889,8 millones, monto que incluye el saldo final más atrasos de intereses. Esta cifra fue un 5,94% superior en relación a enero de 2018 (USD 34.820,0 millones), mientras que el saldo de **deuda externa privada** a enero 2019 fue de USD 8.328,1 millones, que equivale al 7,36% del PIB³⁰, conforme datos reportados por el Banco Central del Ecuador. Considerando la **relación deuda/PIB**, al mes de enero de 2019, según datos del Ministerio de Finanzas del Ecuador, la deuda pública consolidada (externa e interna) se encontró en 44,9% del PIB³¹, superando el límite del 40% del PIB. De acuerdo con el Ministro de Finanzas, el país tiene cerca de USD 50.776 millones de deuda total entre externa e interna, y si se considera las otras obligaciones (venta anticipada de petróleo) se añadirían cerca de USD 10.000 millones adicionales, que bordearían el 57% del PIB³².

La acumulación de **reservas internacionales** en los últimos años ha sido variable, es así que para diciembre de 2016 se incrementaron a USD 4.259 millones y disminuyeron a USD 2.451 millones en 2017 y USD 2.677 millones en 2018. Los principales ingresos de la Reserva Internacional son: recaudación de impuestos, exportaciones de petróleo y derivados, emisión de deuda interna, depósitos de los gobiernos locales, desembolsos de deuda externa y exportaciones privadas, entre otros. Al 15 de marzo de 2019 el saldo de reservas internacionales alcanzó los USD 3.878,57 millones.

La calificación crediticia de Standard & Poor's para Ecuador se sitúa en B- con perspectiva estable. En la última revisión de este indicador se mantuvo esta calificación, donde se resalta que el Gobierno se ha embarcado en medidas de ajuste que buscan reducir gradualmente el déficit fiscal del país, pese a que persisten desafiantes perspectivas fiscales y restricciones en su acceso al financiamiento externo³³. Por su parte, la calificación de Moody's para los bonos de deuda ecuatoriana bajó de B3 estable a B3 negativo, cuando Ecuador consiguió en diciembre de 2018 deuda por USD 900 millones de China, lo cual indica un deterioro en la percepción del mercado acerca de la capacidad de pago del país³⁴. De igual forma, la agencia Fitch Rating bajó la calificación crediticia de Ecuador por segunda vez en menos de seis meses. Así, la calificación pasó de B- con perspectiva estable en agosto de 2018 a B- con perspectiva negativa en enero de 2019. Las principales razones para la baja en la calificación son las crecientes necesidades de financiamiento del Gobierno, la falta de recursos del fisco, la falta de profundidad en el programa de optimización del gasto público y del tamaño del Estado, el cuestionamiento de la efectividad del préstamo de China, entre otros. Pese a que el Gobierno estima cerca de USD 8.000 millones en necesidades de financiamiento para 2019, Fitch considera que el país necesitará, al menos, 9.000 millones de nueva deuda³⁵.

Por otro lado, entre las medidas evaluadas para reducir el gasto fiscal en 2018, está la Ley de Fomento Productivo y los incentivos tributarios³⁶, la remisión tributaria, el Plan de Prosperidad 2018-2021 en el que se redujo el subsidio de la gasolina súper y la optimización del subsidio industrial³⁷, al mismo tiempo que se anunció una reducción de subsidios a los combustibles de gasolina Extra y Ecopais³⁸. De acuerdo con las cifras del Ministerio de Finanzas, el 2018 se cerró con un déficit fiscal de USD 3.333,9 (3% del PIB), reflejando una reducción de 42,9% frente a 2017³⁹.

²⁹ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/InversionExtranjera/Directa/indice.htm>

³⁰ Para el año 2019 se establece una previsión de un PIB de USD 113.097,3 millones.

³¹ https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2019/02/Bolet%C3%ADn-Deuda-P%C3%BAblica-Enero-2019_finalOK.pdf

³² <https://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/economia/4/ecuador-deuda-publica-martinez>

³³ https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/type/HTML/id/2046505

³⁴ <http://noticiasbvg.com/credito-de-china-por-900-millones/>

³⁵ <https://lahora.com.ec/quito/noticia/1102214497/agencia-fitch-vuelve-a-bajar-la-calificacion-credicia-de-ecuador>

³⁶ <https://www.elcomercio.com/actualidad/leyeconomica-asamblea-aplicacion-ejecutivo-debate.html>

³⁷ <https://www.eluniverso.com/noticias/2018/09/13/nota/6950837/deficit-fiscal-9967-millones-hasta-agosto>

³⁸ <https://www.eluniverso.com/noticias/2018/12/18/nota/7104063/asambleista-advierte-que-gobierno-actualiza-precios-combustibles>

³⁹ <https://www.eluniverso.com/noticias/2019/01/09/nota/7129304/deficit-cae-casi-mitad-dice-finanzas>

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. Adepassa 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	Colón y Lorenzo de Garaycoa
Mi Comisariato Urdesa	Av. Víctor Emilio Estrada

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

Propiedad, Administración y Gobierno Corporativo

Al 28 de febrero de 2019, 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%
CZARNINSKI BAIER JOHNY JACOBO	Ecuador	3.216,00	0,37%
CZARNINSKI SEIDEMAN ALFREDO	Ecuador	2.883,00	0,33%
FUSGAL TRADING S.A.	Uruguay	276.507,00	31,83%
NORTH PARK AVENUE INVESTMENT COMPANY LLC	Estados Unidos	192.491,00	22,16%
UPPER HUDSON INVESTMENT COMPANY	Estados Unidos	192.491,00	22,16%
UPPER NEW YORK INVESTMENT COMPANY LLC	Estados Unidos	192.491,00	22,16%
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
Johny 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.

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

⁴⁰ La compañía no cuenta con un Directorio.

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 del 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 relacionadas a los acuerdos existentes con sus relacionas. Es decir, ADEPASA S.A. es considerada como su principal y único cliente. Al 28 de febrero de 2019, el único cliente de la entidad generó ingresos para la compañía por USD 3,24 millones.

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 28 de febrero de 2019, la cartera por vencer hasta 90 días representó el 13,10%, 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 86,90%. Este último porcentaje comprende cartera de clientes de Corporación El Rosado S.A. e 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 2019)



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. Al 28 de febrero de 2019, se destacaron: empresa Construcciones Civiles y Metálicas CONSTRUME S.A., con una representación de 18,26% sobre el total de adquisiciones, seguida de Planificación Decoración, Construcción S.A. PLADECO S.A. con el 11,53% y la Empresa Eléctrica con el 9,23%. Entre los 3 mayores proveedores sumaron una representación del 39,02%. En la categoría otros se incluyen aquellos cuyas representaciones fueron inferiores al 9%.

GRÁFICO 6: PRINCIPALES PROVEEDORES (FEBRERO 2019)



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 2019 financió el 70,92% (73,38% a diciembre de 2018); sin embargo, los pasivos han ganado representatividad año tras año, llegando a financiar a los activos en febrero de 2019 el 29,08% (26,62% a diciembre 2018), en donde permanentemente los rubros más representativos fueron las obligaciones con instituciones financieras y con el Mercado de Valores.

La deuda con costo financió el 14,58% de los activos totales a febrero de 2019 (16,04% a diciembre de 2018), en donde la deuda de corto plazo representó el 9,90% de los activos y la de largo plazo lo hizo en un 4,68%.

Cabe mencionar que, a pesar de que la compañía no registra operaciones de crédito en el sistema financiero nacional, sí participa como codeudor de varios créditos, cuyo saldo por vencer a febrero de 2019, representaría el 47,47% de sus activos.

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

La compañía reportó que mantiene un proceso administrativo, dado que el Gobierno Autónomo Descentralizado de Guayaquil inició un proceso administrativo ambiental en contra del Centro Comercial RIOCENTRO NORTE de propiedad de la compañía, alegando que el indicado establecimiento comercial no cuenta con la debida regularización ambiental para su funcionamiento por varios años anteriores. Por su parte, INMOBILIARIA LAVIE S.A. compareció al proceso acreditando que mantiene su permiso ambiental otorgado por el Municipio de Guayaquil en el año 2018 y que cualquier otra sanción que se pretenda aplicar por supuestas infracciones de años anteriores, se encuentra prescrita. La contingencia económica del presente proceso se encuentra en la multa de 20 a 200 remuneraciones básicas unificadas, entre otras medidas.

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 28 de febrero de 2019, 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 2019 (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	15.000.000,00
Primera Emisión de Obligaciones	2017	SCVS.IRQ.DRMV.2017.2207	20.000.000,00	12.250.000,00
Segunda Emisión de Obligaciones ⁴¹	2019	SCVS.INMV.DNAR.SA.2019.00002248	20.000.000,00	20.000.000,00

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

⁴¹ La Segunda Emisión de Obligaciones a Largo Plazo, fue aprobada en marzo de 2019.

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 2019)

Fecha	# Días Negociados	Monto Negociado	# Días Bursátiles	Presencia Bursátil
sep-18	1	427,87	20	5,00%
oct-18	0	-	22	0,00%
nov-18	1	663,05	20	5,00%
dic-18	1	575,61	18	5,56%
ene-19	1	1.229,51	22	4,55%
feb-19	1	645,30	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 analizo la presencia bursátil. Por lo señalado, Class International Rating Calificadora de Riesgos S.A., ha dado cumplimiento con lo estipulado en el literal 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.

Eventos Importantes

- 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 100% para capital de trabajo de la compañía, específicamente 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-2018-00009195.
- 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.

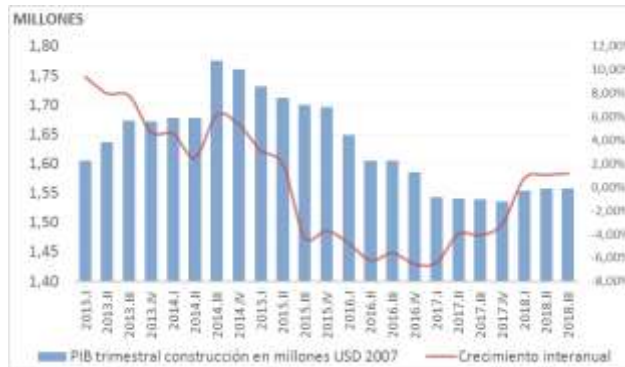
Situación del Sector

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.⁴² 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

⁴² <http://www.ecuadorencifras.gob.ec/wp-content/descargas/Infoconomia/info10.pdf>

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.

GRAFICO 7: PIB Construcción



Fuente: Banco Central del Ecuador⁴³ / Elaboración: Class International Rating

Lo antes mencionado, se ve reflejado en el número de proyectos paralizados en el país. En el periodo 2015-2016 existieron 133 proyectos abortados mientras que en el siguiente periodo (2016-2017), fueron 101 proyectos paralizados⁴⁴. Como se observa en el gráfico anterior, 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, estas muestran una recuperación. De esta forma, para los trimestres de 2018 el sector experimenta un crecimiento positivo anual, después de 10 trimestres consecutivos de contracción. Al ser la industria de la construcción el impulso al sector ferretero, esta recesión provoca que su desempeño también se vea afectado y por ende que las ventas bajen.

En lo que va del 2018 el sector constructor presenta una leve mejoría con un crecimiento cercano al 0,2% y se espera que crezca un 0,4% en 2019⁴⁵. Este dinamismo se verá principalmente apoyado por el Plan Casa para Todos implementado por el gobierno de turno, además de factores políticos como la derogación de la Ley de Plusvalía y la implementación de la Ley de Fomento Productivo, cuyo objetivo es reactivar la producción y empleo de los distintos sectores para mantener estable la economía del país; así como la eliminación del anticipo del Impuesto a la Renta en 2019. De igual forma, factores económicos como el otorgamiento de créditos a tasas especiales son relevantes para incentivar la industria de la construcción. Adicionalmente, el alto nivel de especialización en investigación y desarrollo, permite a las empresas del sector poder generar nuevos productos para mantenerse competitivos en el mercado.

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.⁴⁶

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 recursos⁴⁷.

⁴³ Información estadística mensual BCE febrero 2019

⁴⁴ Información tomada de <https://www.revistalideres.ec/uploads/files/2017/12/04/Oportunidades%20del%20sector%20de%20la%20construccion%20ecuatoriano%20-%20Ponencia%20de%20Silverio%20Durán%20en%20el%20Foro%20Empresarial%20de%20Revista%20Lideres.pdf>

⁴⁵ Información tomada de las previsiones macroeconómicas del BCE <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica/sector-real>

⁴⁶ <http://www.camicon.ec/wp-content/uploads/2015/11/Construcci%C3%B3n-243.pdf>

⁴⁷ <http://blog.vive1.com/sector-construccion-2016-ecuador>

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%, respectivamente⁴⁸.

En cuanto a la recaudación tributaria, el valor incrementó del 2016 al 2017 en el sector de la construcción, en 19,3%. Dicho valor estuvo orientado más hacia la obra pública que a la construcción de departamentos e inmobiliarias⁴⁹.

De acuerdo con la encuesta ENEMDU a diciembre de 2018, la rama de la actividad de la construcción concentra el 6,8% del empleo total (6,7% en 2017), lo cual muestra una menor capacidad de empleo en relación a 2014, cuando el sector presentó su mejor etapa de crecimiento y abarcó el 7,4% del empleo⁵⁰.

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)⁵¹.

Por otro lado, para febrero de 2019, el Índice de Confianza Empresarial (ICE)⁵² Global registró 1.366,1 puntos, lo que representó un aumento de 7,5 puntos en relación al mes anterior, variación que se explica por la evolución positiva de los ICE del comercio, industria y los servicios; mientras que los ICE de la construcción mantiene una disminución de su nivel. El ICE de la rama de la construcción en febrero de 2019 disminuyó en 35,9 puntos respecto del mes anterior, llegando a situarse en 679,8 puntos. El ciclo del ICE de la construcción se ubicó 1,0% sobre la línea de tendencia de crecimiento de largo plazo.

El volumen de construcción para febrero 2019, disminuyó en 3% entre enero y febrero de 2019. Los empresarios consideran que esta variable se contraería nuevamente en el siguiente mes en 1,7%.

Para 2018, LA ASOCIACIÓN DE PROMOTORES INMOBILIARIOS DE VIVIENDA DEL ECUADOR felicita a la Asamblea Nacional por haber sintonizado perfectamente con la voluntad del pueblo ecuatoriano -expresada democráticamente en las urnas al aprobar sin votos negativos la derogatoria de la Ley de Plusvalía y auguran un mejor futuro para todo el pueblo ecuatoriano, que recuperará en el mediano plazo decenas de miles de plazas de empleo, para las familias ecuatorianas, que verán mejorar su capacidad de acceso a una vivienda digna; y, para el sector de la construcción, que recuperará su rol de dinamizador de la economía.⁵³

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

Como se mencionó anteriormente, el sector de la construcción se vio afectado durante los años 2015-2017, sin embargo, promete una ligera recuperación para el año 2019. Factores clave como la derogación de la Ley de Plusvalía y la implementación de la Ley de Fomento Productivo benefician a la industria y permiten la

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

⁴⁹ <https://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/economia/4/recaudacion-de-la-construccion-crecio-el-19-3>

⁵⁰ http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/EMPLEO/2018/Diciembre-2018/122018_Presentacion_Mercado%20Laboral.pdf

⁵¹ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/InversionExtranjera/Directa/indice.htm>

⁵² <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/Encuestas/EOE/eoe201901.pdf>

⁵³ <http://apive.org/informes/derogacion-de-ley-de-plusvalia/>

generación de empleo. Además, la apuesta por el Plan Casa para Todos promete reactivar al sector y todas las cadenas que lo representan, entre ellas la ferretera. Todas estas circunstancias han ayudado a mejorar el desempeño del sector de la construcción, pero la recuperación no es inmediata. El camino requiere de medidas que generen mayor confianza en los constructores y en los demandantes.

Por otra parte, 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 Valores⁵⁴.

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 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

⁵⁴ <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/>

compañía cuenta con pólizas de seguros multirisgo, las cuales tienen vigencia hasta el mes de octubre de 2019.

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 2015, 2016, 2017 y 2018, junto a los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales internos no auditados cortados al 28 de febrero de 2018 y al 28 de febrero de 2019.

Análisis de los Resultados de la Empresa

Los ingresos ordinarios de la compañía durante los periodos 2015-2018, registraron variaciones leves, de manera que pasaron de registrar USD 19,50 millones en 2015 a 18,91 millones en 2018⁵⁵ (USD 18,83 millones en año 2017), fluctuaciones que obedecen a la coyuntura que está atravesando el país.

Para febrero de 2019, los ingresos se ubicaron en USD 3,24 millones, monto superior en 2,76% respecto a febrero de 2018, cuando se ubicaron en USD 3,15 millones, producto del ingreso de concesionarios en los centros comerciales.

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

Los gastos operacionales por su parte, registraron un comportamiento creciente con respecto a los ingresos de la compañía, a partir del año 2015, es así que pasaron de 71,21% sobre los ingresos en ese año a 78,58% al cierre del año 2018, como consecuencia del incremento en servicios básicos, impuestos y contribuciones, adquisición de seguros y honorarios.

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.

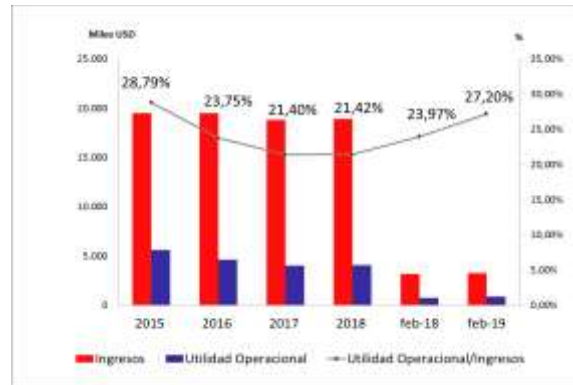
Para los periodos interanuales, los gastos operacionales mostraron una situación diferente a la arrojada en los periodos anuales, puesto que, pasaron de un 76,33% en febrero de 2018 a un 72,80% en febrero de 2019, pues, el movimiento de la inmobiliaria se encuentra enfocado principalmente en la construcción de centros comerciales: ampliación de Manta, Riocentro Ceibos, Paso peatonal y Ambato.

Lo mencionado anteriormente generó un margen operativo decreciente que se observó año tras año, pues pasó de representar el 28,79% en 2015 a 21,42% de los ingresos en 2018, como consecuencia del incremento de los gastos operativos en relación a los ingresos ordinarios.

Para los periodos interanuales, la utilidad operacional crece, como efecto de menores gastos operativos, tal como se observa en el siguiente gráfico.

⁵⁵ El crecimiento entre 2017 y 2018 obedece a la eliminación de descuentos en concesionarios

GRÁFICO 8: UTILIDAD OPERACIONAL E INGRESOS



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

Los gastos financieros de la compañía presentaron un comportamiento creciente hasta el año 2017, lo que responde a la adquisición de mayor deuda para financiar su operación, dado que su participación sobre los ingresos paso de 4,32% en 2015 a 10,03% en 2017, mientras que, a diciembre de 2018, estos se redujeron como efecto de la normal amortización de sus obligaciones con costo. Para febrero de 2019, los gastos financieros fueron menores que en febrero de 2018, pasando su representación sobre los ingresos de 12,06% a 3,87%, como consecuencia de la normal amortización de la deuda financiera.

Luego de registrar el impuesto a la renta, la compañía arrojó una utilidad neta decreciente hasta diciembre de 2017, puesto que luego de haber representado el 13,50% de los ingresos en 2015, pasó a un 3,52% de los ingresos en diciembre de 2017, debido al incremento registrado en sus gastos financieros e impuestos. Para diciembre de 2018 esta se recupera hasta significar un interesante 17,09% de los ingresos, como efecto del registro de mayores ingresos no operacionales y menores gastos financieros.

Para los periodos interanuales se observa una considerable recuperación de la utilidad antes de impuestos y participaciones, tanto en términos monetarios como en su participación sobre los ingresos, puesto que pasó de significar el 12,40% de los ingresos en febrero de 2018 a 23,19% de los ingresos en febrero de 2019, como efecto del aumento de sus ingresos, en conjunto con la reducción de sus gastos operacionales y financieros.

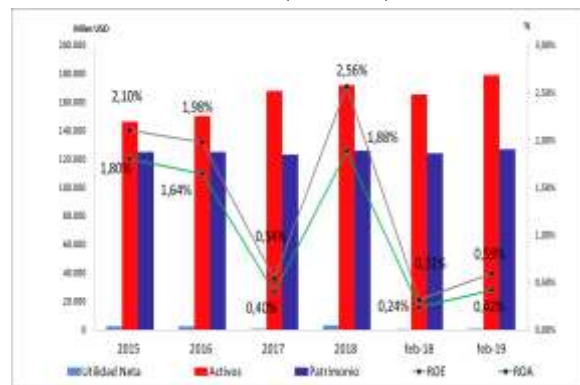
Indicadores de Rentabilidad y Cobertura

Los indicadores de rentabilidad sobre los activos (ROA) y sobre el patrimonio (ROE) se registraron decrecientes durante los periodos 2014-2017, debido a los resultados arrojados por la compañía año tras año. No obstante, para el año 2018, estos se recuperan, como efecto del registro de un importante margen neto. Para los periodos interanuales la utilidad neta se recuperó, provocando que el ROE y el ROA en febrero de 2019 sean levemente superiores a lo registrado en febrero de 2018, tal como se puede apreciar a continuación:

CUADRO 22, GRÁFICO 9: RENTABILIDAD SOBRE ACTIVO Y PATRIMONIO (Miles USD)

Ítem	2015	2016	2017	2018
ROA	1,80%	1,64%	0,40%	1,88%
ROE	2,10%	1,98%	0,54%	2,56%

Ítem	feb-18	feb-19
ROA	0,24%	0,42%
ROE	0,31%	0,59%



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

El EBITDA (acumulado) de INMOBILIARIA LAVIE S.A., presentó una tendencia decreciente, puesto que en el año 2015 se registró en USD 12,37 millones (63,47% de los ingresos) y pasó a USD 10,20 millones (54,15% de los ingresos) al cierre de 2017, a pesar de este decrecimiento la compañía muestra que tiene la capacidad de generar flujos propios para su operación. Para diciembre de 2018, este se recupera casi imperceptiblemente hasta USD 10,25 millones (54,23% de los ingresos).

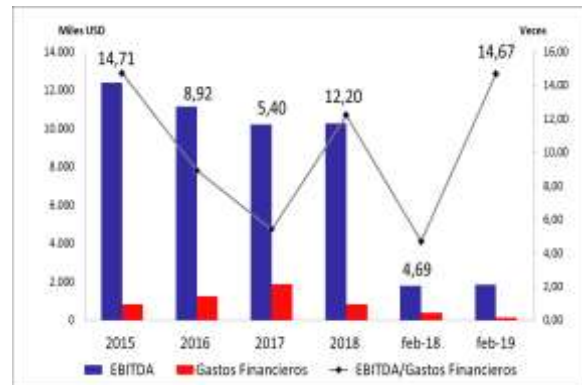
A febrero de 2019, el EBITDA (acumulado) se registró en USD 1,84 millones y representó el 56,70% de los ingresos, evidenciando un leve crecimiento con respecto a febrero de 2018 cuando se ubicó en USD 1,78 millones (56,61% de los ingresos) como efecto de la recuperación de su margen operacional.

Por otro lado, al referirnos a la relación del EBITDA (acumulado)/Gastos Financieros, se observa que INMOBILIARIA LAVIE S.A., mantuvo una cobertura decreciente a partir del año 2015, consecuencia de la disminución en la generación de recursos propios frente a un importante incremento de sus gastos financieros. Sin embargo, a partir del año 2018, esta tendencia se revierte, arrojando una cobertura holgada sobre sus gastos financieros.

CUADRO 23, GRÁFICO 10: EBITDA Y COBERTURA (Miles USD)

Ítem	2015	2016	2017	2018
EBITDA	12.376	11.135	10.195	10.253
Gastos Financieros	841	1.249	1.888	840
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros (veces)	14,71	8,92	5,40	12,20

Ítem	feb-18	feb-19
EBITDA	1.784	1.837
Gastos Financieros	380	125
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros (veces)	4,69	14,67



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

Capital Adecuado Activos

Los activos de la compañía presentaron un comportamiento creciente a partir del año 2015, es así que pasaron de USD 146,18 millones en ese año a USD 171,78 millones en diciembre de 2018 y USD 178,90 millones en febrero de 2019, como efecto de un incremento importante en sus instalaciones y equipo, específicamente en Obras en curso.

En la estructura del activo primaron los de tipo no corriente, pues en febrero de 2019 tuvieron una participación del 82,93% (83,33% de los activos a diciembre de 2018); siendo su rubro más representativo la cuenta de propiedad de inversión, que a diciembre de 2018 representó el 81,43% del total de activos y el 65,81% a febrero de 2019⁵⁶, mismas que están constituidas por terrenos, edificios y construcciones en curso. Según los auditores externos “la compañía no tiene restricciones sobre la posibilidad de disponer o vender sus propiedades de inversión...”.

Por su parte la cuenta Instalaciones y equipo, contempla el espacio que dentro de la edificación no está destinado a obtener rentas, por lo tanto, su representación sobre el total de activos es pequeña, registrando un promedio a lo largo del periodo analizado (2014-2018) de 1,35% sobre el total de activos, sin embargo, para febrero de 2019, esta representación crece a 16,38%⁵⁷ del total de activos, como efecto del incremento de sus obras en curso tales como: Paseo Shopping Ambato, Riocentro Ceibos 2 y Ampliación Manta.

⁵⁶ La disminución entre diciembre 2018 y febrero 2019, se debe a una diferencia de clasificación de cuentas entre los balances internos de la empresa y el informe auditado.

⁵⁷ Este crecimiento de la cuenta de instalaciones y equipos neto entre diciembre 2018 y febrero 2019, se debe a una clasificación de cuentas diferente entre el informe auditado y los balances internos de la empresa.

Por su parte, el activo corriente tiene una representación menor dentro de los activos totales, pues a diciembre de 2018 fue de 16,67% sobre el total de activos, mientras que para febrero de 2019 fue de 17,07%; en cuanto a su estructura, fueron las cuentas por cobrar relacionadas las más representativas con el 11,16% a diciembre de 2018 (9,97% en febrero de 2019).

Pasivos

Los pasivos totales de la INMOBILIRIA LAVIE S.A. presentaron una tendencia creciente, pues pasaron de USD 21,06 millones (14,41% de los activos) en 2015 a USD 45,73 millones (26,62% de los activos) en 2018 y USD 52,02 millones (29,08% de los activos) en febrero de 2019, lo que estuvo ligado al crecimiento de sus cuentas por pagar relacionadas (arriendo que facturó Inmobiliaria Meridional S.A. anticipadamente por el aumento de activo fijo), además de Proveedores (pago a proveedores obras: Ambato, Riocentro Ceibos II, Paso peatonal y ampliación Manta).

En lo que respecta a su estructura, los pasivos totales estuvieron conformados principalmente por aquellos de tipo corriente, es así que en diciembre de 2016 representaron el 11,55% de los activos, el 17,70% en diciembre de 2018 y el 19,85% de los activos en febrero de 2019, mismos que para esta última fecha estuvieron conformados en mayor medida por Obligaciones con el Mercado de Valores, con una representación del 9,90% de los activos totales (11,18% en diciembre de 2018).

Para febrero de 2019, los pasivos no corrientes financiaron en 9,23% a los activos (8,92% de los activos en 2018), los mismos estuvieron conformados por Obligaciones con el Mercado de Valores con el 4,68% (4,86% en diciembre de 2018) y Otras cuentas por pagar con el 4,55% de los activos (4,06% en 2018).

Al referirnos a la deuda financiera, se debe indicar que ésta financió el 14,58% de los activos al 29 de febrero de 2019, porcentaje inferior al registrado en diciembre de 2018 (16,04% de los activos), como efecto de la normal amortización de sus obligaciones, determinando además que la misma estuvo conformada mayormente por deuda a corto plazo, la cual financió el 9,90% de los activos a febrero de 2019 (11,18% de los activos a diciembre de 2018), mientras que la de largo plazo financió el 4,68% de los activos (4,86% en 2018). La deuda financiera estuvo compuesta exclusivamente por emisiones en el Mercado de Valores a febrero de 2019.

Patrimonio

Desde el año 2015 el patrimonio presentó una tendencia decreciente, pues luego de haberse ubicado en USD 125,12 millones (85,59% de los activos) en ese año, pasó a USD 123,15 millones (73,33% de los activos) en diciembre de 2017, lo que en parte obedece a la disminución en la utilidad neta de cada ejercicio, sin embargo, la compañía mantiene un importante financiamiento con recursos propios.

A partir del año 2018, el patrimonio se recupera, ascendiendo a USD 126,05 millones (73,38% de los activos) y USD 126,88 millones (70,92% de los activos) en febrero de 2019, gracias al aumento de los resultados acumulados.

Se debe indicar que el capital social se mantuvo sin variaciones durante los periodos económicos analizados en una suma de USD 0,87 millones, monto que financió apenas el 0,51% a diciembre de 2018 y 0,49% en febrero de 2019, lo que evidencia que en el corto plazo los accionistas de la compañía deberían inyectar recursos frescos dada la actividad creciente de la misma.

Al referirnos a su estructura se debe indicar que la cuenta más representativa fue la de Resultados por aplicación NIIF y Superávit por revaluación, pues a diciembre de 2018 financió el 42,78% de los activos y el 41,08% en febrero de 2019, seguido por las reservas que financió el 16,69% de los activos en 2018 y el 16,02% en febrero de 2019.

Flexibilidad Financiera

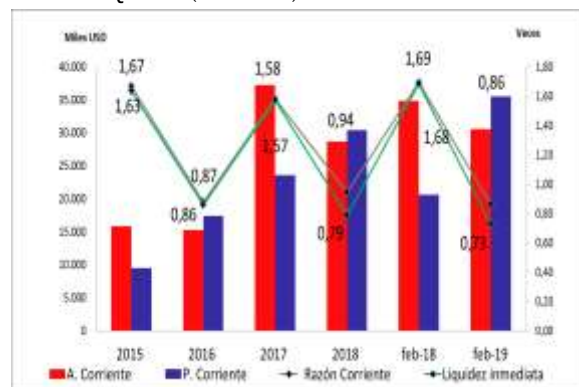
El indicador de razón circulante se ubicó por debajo de la unidad entre los periodos de diciembre de 2016, diciembre de 2018 y febrero de 2019, lo que influyó sobre su capital de trabajo, pues arrojó resultados negativos (-1,03% en diciembre de 2018 y -2,78% en febrero de 2019). Lo anterior se dio porque en 2018 la compañía usó fondos de efectivo y equivalentes de efectivo 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 11: NIVEL DE LIQUIDEZ (Miles USD)

Ítem	2015	2016	2017	2018
Activo Corriente	15.778	15.197	37.214	28.635
Pasivo Corriente	9.472	17.371	23.532	30.400
Razón Circulante (veces)	1,67	0,87	1,58	0,94
Liquidez Inmediata (veces)	1,63	0,86	1,57	0,79

Ítem	feb-18	feb-19
Activo Corriente	34.814	30.545
Pasivo Corriente	20.564	35.514
Razón Circulante (veces)	1,69	0,86
Liquidez Inmediata (veces)	1,68	0,73

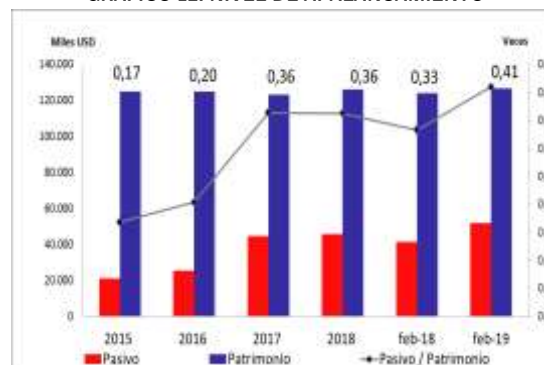


Fuente: INMOBILIARIA LAVIE S.A. / Elaboración: Class International Rating

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 12: NIVEL DE APALANCAMIENTO



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

La relación de pasivos totales sobre EBITDA (anualizado), registró una tendencia creciente a partir del año 2015, pasando de 1,70 años en ese año a 4,46 años al cierre de 2018 (5,05 años en febrero de 2019) 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 0,70 años en 2015 a 2,69 años en diciembre de 2018 (2,53 años en febrero de 2019), 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 28 de febrero de 2019, INMOBILIARIA LAVIE S.A. registró varias obligaciones como codeudor, cuyo saldo por vencer representaría el 47,47% de sus activos, lo que representa un riesgo para la compañía en caso de que los deudores no cumplan con sus obligaciones. Adicionalmente, la empresa mantiene una Garantía Bancaria de fiel cumplimiento del Plan Manejo Ambiental del Estudio de Impacto Ambiental del Proyecto Construcción de Operación del Riocentro Ceibos II con el Banco Bolivariano por USD 42.600,00.

Liquidez de los instrumentos

Situación del Mercado Bursátil⁵⁸

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

Econ. Juan Fernando Espinoza
Analista

⁵⁸ <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	2015	2016	2017	feb-18	2018	feb-19
ACTIVO						
Efectivo y equivalentes de efectivo	231	597	13.485	15.447	992	1.803
Cuentas por cobrar relacionados	14.281	8.648	22.659	18.318	19.179	17.840
Otras cuentas por cobrar	1.265	5.952	1.069	1.049	8.465	10.902
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	15.778	15.197	37.214	34.814	28.635	30.545
Propiedad, instalaciones y equipo neto	129.101	133.907	129.418	129.460	141.826	147.043
Otros Activos No Corrientes	1.298	1.315	1.315	1.315	1.315	1.315
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	130.399	135.221	130.733	130.774	143.141	148.358
TOTAL ACTIVOS	146.177	150.418	167.947	165.588	171.776	178.903
PASIVOS						
Préstamos (Obligaciones Bancarias)	3.307	3.367	1.024	-	-	-
Proveedores locales y del exterior	1.065	3.599	1.593	2.123	5.231	7.665
Otras cuentas por pagar	4.134	1.219	727	166	5.961	10.132
Obligaciones Mercado de Valores	966	9.186	20.188	18.275	19.208	17.717
TOTAL PASIVOS CORRIENTE	9.472	17.371	23.532	20.564	30.400	35.514
Préstamos (Deuda bancaria LP)	4.366	1.019	-	-	-	-
Obligaciones Mercado de Valores	-	-	13.483	13.542	8.351	8.375
Otras cuentas por pagar	7.222	7.073	7.784	7.263	6.977	8.132
TOTAL PASIVOS NO CORRIENTE	11.587	8.093	21.267	20.805	15.329	16.507
Deuda Financiera	8.639	13.572	34.695	31.817	27.560	26.092
Deuda Financiera C/P	4.273	12.553	21.212	18.275	19.208	17.717
Deuda Financiera L/P	4.366	1.019	13.483	13.542	8.351	8.375
TOTAL PASIVOS	21.060	25.463	44.799	41.369	45.729	52.021
PATRIMONIO						
Capital Social	869	869	869	869	869	869
Reservas	28.335	28.335	28.335	28.335	28.667	28.667
Reserva de capital	11.119	11.119	11.119	11.119	11.119	11.119
Utilidad neta del ejercicio	2.633	2.470	663	389	3.231	751
Resultados por aplicación NIIF y Superávit por revaluación	73.485	73.485	73.485	73.485	73.485	73.485
Resultados acumulados	8.676	8.676	8.676	10.022	8.676	11.990
TOTAL PATRIMONIO	125.117	124.954	123.148	124.220	126.047	126.882

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

ANEXO II: ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (Miles USD)

ESTADO DE RESULTADOS	2015	2016	2017	feb-18	2018	feb-19
Ingresos	19.498	19.507	18.826	3.152	18.909	3.239
MARGEN BRUTO	19.498	19.507	18.826	3.152	18.909	3.239
TOTAL GASTOS	13.884	14.874	14.798	2.397	14.858	2.358
UTILIDAD OPERACIONAL	5.614	4.632	4.028	756	4.051	881
Gastos Financieros	841	1.249	1.888	380	840	125
Otros ingresos / egresos netos	(38)	(24)	42	16	104	(5)
UTILIDAD ANTES DE PART. E IMPTOS.	4.735	3.360	2.182	391	3.315	751
Impuesto a la Renta (menos)	2.102	889	1.519	0	84	0
UTILIDAD NETA DEL EJERCICIO	2.633	2.470	663	391	3.231	751

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

ANEXO III: INDICADORES FINANCIEROS

Razón Financiera	2015	2016	2017	feb-18	2018	feb-19
Gastos Operacionales / Ingresos	71,21%	76,25%	78,60%	76,03%	78,58%	72,80%
Utilidad Operacional / Ingresos	28,79%	23,75%	21,40%	23,97%	21,42%	27,20%
Utilidad Neta del Ejercicio/ Ingresos	13,50%	12,66%	3,52%	12,40%	17,09%	23,19%
Utilidad operacional / Utilidad Neta del Ejercicio	213,24%	187,51%	607,11%	193,25%	125,36%	117,27%
(Otros ingr/egr netos) / Utilidad Neta del Ejercicio	-1,45%	-0,97%	6,33%	4,01%	3,23%	-0,60%
Gastos financieros / Utilidad Neta del Ejercicio	31,96%	50,54%	284,55%	97,26%	26,01%	16,67%
Rentabilidad						
Rentabilidad sobre Patrimonio	2,10%	1,98%	0,54%	0,31%	2,56%	0,59%
Rentabilidad sobre Activos	1,80%	1,64%	0,40%	0,24%	1,88%	0,42%
Liquidez						
Razón Corriente	1,67	0,87	1,58	1,69	0,94	0,86
Liquidez Inmediata	1,63	0,86	1,57	1,68	0,79	0,73
Capital de Trabajo	6.306	-2.174	13.682	14.251	-1.765	-4.968
Capital de Trabajo / Activos Totales	4,31%	-1,45%	8,15%	8,61%	-1,03%	-2,78%
Cobertura						
EBITDA	12.376	11.135	10.195	1.784	10.253	1.837
EBITDA anualizado	12.376	11.135	10.195	10.045	10.253	10.306
Ingresos	19.498	19.507	18.826	3.152	18.909	3.239
Gastos Financieros	841	1.249	1.888	380	840	125
EBITDA / Ingresos	63,47%	57,08%	54,15%	56,61%	54,23%	56,70%
EBITDA/Gastos Financieros	14,71	8,92	5,40	4,69	12,20	14,67
Utilidad Operativa / Deuda Financiera	0,65	0,34	0,12	0,02	0,15	0,03
EBITDA (anualizado) / Gastos de Capital	4,51	0,98	6,07	84,45	0,55	0,00
Gastos de Capital / Depreciación	0,41	1,74	0,27	0,12	3,00	0,00
Solvencia						
Pasivo Total / Patrimonio	0,17	0,20	0,36	0,33	0,36	0,41
Activo Total / Capital Social	168,29	173,17	193,35	190,63	197,76	205,96
Pasivo Total / Capital Social	24,24	29,31	51,57	47,63	52,65	59,89
Deuda Financiera / EBITDA (anualizado)	0,70	1,22	3,40	3,17	2,69	2,53
Pasivo Total / EBITDA (anualizado)	1,70	2,29	4,39	4,12	4,46	5,05
Deuda Financiera / Pasivo	41,02%	53,30%	77,45%	76,91%	60,27%	50,16%
Deuda Financiera / Patrimonio	6,90%	10,86%	28,17%	25,61%	21,86%	20,56%
Pasivo Total / Activo Total	14,41%	16,93%	26,67%	24,98%	26,62%	29,08%
Capital Social / Activo Total	0,59%	0,58%	0,52%	0,52%	0,51%	0,49%
Solidez						
Patrimonio Total / Activo Total	85,59%	83,07%	73,33%	75,02%	73,38%	70,92%
Eficiencia						
Periodo de Cobros (días)	267	162	439	343	370	325

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