

**ACTUALIZACIÓN DE LA PRIMERA, SEGUNDA
Y TERCERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES DE
INMOBILIARIA DEL SOL MOBILSOL S.A.**



NOVIEMBRE 2015

ACTUALIZACIÓN DE LA CALIFICACIÓN DE RIESGO DE LAS EMISIONES DE OBLIGACIONES VIGENTES DE INMOBILIARIA DEL SOL S.A. MOBILSOL			
	PRIMERA EMISIÓN	SEGUNDA EMISIÓN	TERCERA EMISIÓN
Monto de la emisión:	Hasta US\$5,000,000.00	Hasta US\$4,000,000.00	Hasta US\$6,000,000.00
Saldo a la fecha (Mar. 2015):	US\$1,085,000.00	US\$2,200,000.00	US\$5,600,000.00
Plazo de la emisión:	Clase A: 1.800 días	1.800 días	Clase A: 1,800 días Clase B: 2,160 días
Tasa de interés:	7.75% Fija	7.75% Fija	Clase A: 8.25% Clase B: 8.50%
Amortización de capital:	Trimestral	Trimestral	Clase A: Semestral a los 180 días Clase B: Trimestral a los 90 días, gracia de 360 días desde su Emisión
Amortización de intereses:	Trimestral	Trimestral	Trimestral para ambas clases, a partir de los 90 días
Garantías y Resguardos:	Garantía General, Resguardos de Ley	Garantía General, Resguardos de Ley y Compromiso voluntario	Garantía General, Resguardos de Ley
Fecha de Vencimiento:	7-Marzo-2017	13 -Mayo-2018	2-Septiembre-2020

CALIFICACIÓN ASIGNADA¹

Primera Emisión de Obligaciones AAA
Segunda Emisión de Obligaciones AAA
Tercera Emisión de Obligaciones AAA

El Comité de Calificación de nuestra institución, en la sesión del 30 de noviembre de 2015, basado en los análisis efectuados por el personal técnico, a partir de la información financiera auditada histórica proporcionada por el Emisor hasta Diciembre del 2014 y el corte interno a septiembre del 2015, detalle de activos libres de gravamen al mismo corte interno del 2015, entre otra información cualitativa y cuantitativa, ha resuelto mantener a la Primera, Segunda y Tercera Emisión de Obligaciones de **INMOBILIARIA DEL SOL S.A. MOBILSOL**, la categoría de riesgo de "AAA", definida como:

"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 verá afectada ante posibles en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía en general.

PRESENCIA BURSÁTIL

El Emisor mantiene en Mercado de Valores los tres instrumentos mencionados: a) Primera emisión de obligaciones, fue aprobada mediante la resolución SC.IMV.DAYR.DJMV.G.11.0003669; b) Segunda emisión de obligaciones fue aprobada mediante resolución SC.IMV.DJMV.DAYR.G.13.0002490; y, c) Tercera emisión de obligaciones aprobada mediante la resolución SCV-INMV -DNAR-14-0005392.

	CALIFICACIÓN INICIAL	ACT. MAY-2014	ACT. NOV-2014	ACT. MAY-2015
1ERA. EMISIÓN	AA+ (MAY-11)	AAA	AAA	AAA
2DA. EMISIÓN	AA+ (FEB-13)	AAA	AAA	AAA
3ERA. EMISIÓN	AAA (MAY-14)	AAA	AAA	AAA

¹Conforme a los Artículos 12 y 16 de la Sección II, Capítulo III, Subtítulo IV, Título II, la calificación otorgada por la Calificadora a la presente Emisión de Obligaciones no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor, ni implica una garantía de pago del mismo, ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

El informe de calificación se realizó en base a información proporcionada por el emisor y obtenida de los Estados Financieros Auditados, éstos últimos presentados por el emisor para inscribirse en el Registro de Mercado de Valores de acuerdo al Artículo 2, Sección I, Capítulo I, Subtítulo I, Título II.

FUNDAMENTACIÓN

La abrupta caída del precio del petróleo en los mercados internacionales, delinea para el año 2015 un escenario de condiciones muy diferentes a las experimentadas en el último quinquenio. Ecuador en su calidad de país exportador de crudo, enfrenta presiones de orden fiscal obligando a las autoridades a revisar el presupuesto de inversión y gasto inicialmente planteado. Al mismo tiempo, el fortalecimiento del dólar en los mercados cambiarios incide sobre los resultados de la Balanza Comercial toda vez que las exportaciones locales se vuelven menos competitivas frente a la oferta de países en posibilidad de devaluar su moneda, debiéndose por ello buscar medidas que desestimulen las importaciones de bienes que compiten con la producción interna.

Con una economía que en su conjunto ha llegado a alcanzar un tamaño de US\$100 mil millones, la población ha experimentado un mejoramiento sostenido de su capacidad de compra, impulsando ello la actividad de los diferentes participantes del aparato productivo. Al momento, un porcentaje importante del intercambio al por menor se realiza en los llamados centros comerciales, cuyo número es cada vez mayor en los grandes centros urbanos del país.

Situado en la zona norte de la ciudad, el centro comercial "Mall del Sol" unidad de negocios operada por la firma emisora, INMOBILIARIA DEL SOL S.A. MOBILSOL, es el centro comercial de mayor concurrencia de Guayaquil, el mismo que cuenta con un número de 135 locales, 2 anclas, 27 semi anclas, 16 oficinas, 5 bancos y 59 islas, además de los 27 puestos en el patio de comidas. A la fecha dispone de una extensión de 54,968 m² los cuales concesiona a una tarifa anual de US\$1,693 por concepto del valor inicial de concesión, más una tarifa de US\$12.49 por m² en promedio correspondiente al valor mensual de concesión. Sumados otros ingresos por alquiler de islas, salones, auspicios y otros, la Empresa logró alcanzar en los dos últimos periodos anuales ingresos superiores a US\$19.6 millones² y a septiembre del 2015, la Inmobiliaria ha acumulado US\$14.4 millones por todos los conceptos mencionados.

El negocio de los centros comerciales se trata de un negocio inmobiliario de alquiler, por lo que no reporta costo de producción, pero si gastos de operacionales, los cuales al corte internos del 2015 requirieron en promedio 46.2%, porcentaje menor al mostrado en periodos anteriores; luego de lo cual la utilidad obtenida en operaciones aumenta de 44.2% en el 2014 a 45.8% en septiembre del 2015, de los ingresos totales del periodo. Dicha actividad comercial se desarrolla con un monto total de activos promedio de US\$74.1 millones que muestran una rentabilidad promedio histórica del 12.9%, dándole la capacidad de generar un monto de flujo de efectivo de US\$9.6 millones por periodo aproximadamente.

El negocio se soporta en un capital invertido de US\$47.3 millones a septiembre del 2015, que estaba conformado de US\$9.2 millones de deuda financiera y US\$38.1 millones de inversión accionarial, lo cual muestra una baja relación de 0.24 (2014: 0.38) entre ambas fuentes de fondos. Los pasivos generadores de pago de intereses financian el 12.1% (2014: 15.7%) del monto total de activos al corte interno del 2015, siendo el 4% de corto plazo y un 96% de largo plazo.

A partir del análisis conjunto de los factores de riesgo cuantitativos y cualitativos señalados, el Departamento Técnico de la firma propone como Calificación Preliminar del presente proceso, la Categoría de Riesgo de "AAA".

Las emisiones han sido estructuradas con Garantía General acorde a los términos señalados por la Ley de Mercado de Valores y sus reglamentos, y declara poseer un monto de activos libres de gravámenes acorde a lo determinado en la Ley. Cuenta además con los resguardos básicos acorde a las resoluciones del Consejo Nacional de Valores, y además como resguardo adicional relacionado con el límite de endeudamiento.

A pesar de la presencia de nuevos competidores, MALL del SOL ha consolidado su posición como el principal centro comercial de la zona norte de la ciudad de Guayaquil, logrando en base a ello tener una ocupación casi total de sus locales, con lo cual está en capacidad de mantener un nivel ingresos que le permite generar un monto de efectivo libre suficiente para cubrir con amplia holgura, los pagos debidos por sus obligaciones financieras. Luego de analizar los factores de riesgo contemplados en la

²Datos obtenidos del informe de auditoría del 2014, que incluye información del 2013 con fines comparativos.



Calificación Preliminar, al igual que las características propias del instrumento, el Comité de Calificación, en base a las potestades que le otorga los artículos 5 y 6 del Título II, Subtítulo IV, Capítulo III, Sección III, de la Codificación de Resoluciones de la Ley de Mercado de Valores, manifiesta su criterio de mantener a las tres emisiones de obligaciones de **INMOBILIARIA DEL SOL S.A. MOBILSOL en la categoría de riesgo de "AAA"**.

1. Calificación de la Información

Para la presente emisión de riesgo el Emisor ha proporcionado entre otros requerimientos de información de la Calificadora, lo siguiente: Estados Financieros auditados desde el 2005 al 2010, elaborados bajo las Normas Ecuatorianas de Contabilidad (NEC); Estados Financieros auditados para los periodos desde el año 2011 al 2014 e interno a septiembre del 2015 elaborados bajo las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF); Detalle de activos libres de Gravámenes al mismo corte interno del 2015, información de mercado, etc.

Los estados financieros fueron auditados por la firma Price Waterhouse Coopers, con número de registro SC-RSC 011. Ninguno de los dictámenes presentaba abstención de opinión o salvedad. La evaluación de los elementos cualitativos del riesgo de la industria se ha realizado en base al análisis de información provista directamente por la Institución y a la extraída de otras fuentes externas.

En el informe del 2014 la firma auditora menciona que han obtenido suficiente y apropiada evidencia para expresar su opinión de auditoría, y entre otros temas, indica que para la exploración del centro comercial, la compañía ha concesionado los locales comerciales que conforman dicho centro comercial, en su mayoría en plazos de hasta 10 años, los contratos de concesión correspondientes, establecen los valores iniciales y mensuales. En la nota 1 "Operaciones", se hace referencia a que la Compañía reporta un déficit de capital de trabajo de aproximadamente US\$1.3 millones neto, US\$2.1 de ingresos diferidos. Este déficit ha sido producido fundamentalmente por el endeudamiento de corto plazo que fue necesario para financiar la construcción de las "Torres del Mall" durante el 2011. Las acciones tomadas por la Administración de la Compañía en el 2014 produjeron efecto en la reducción del déficit y al 2015, la Administración estima que seguirá con las siguientes acciones: a) Renovación de contratos de concesión cuyos vencimientos se darán durante el 2015 y 2016. Lo que generará nuevos "valores iniciales de concesión" y anticipos de clientes. B) Consecución de nuevos auspiciantes para el centro comercial para este año; c) reducción / contención de los gastos operativos por las inversiones que se realizarán en el edificio del Mall. En la nota 2.10 "Reconocimiento de Ingresos e Ingresos diferidos", donde se expone las contraprestaciones que recibe y recibirá la Empresa, entre los que figuran los valores iniciales de concesión VIC, valores mensuales de concesión VMC, ingresos por publicidad e ingresos por servicios, donde en este último se cobran alcuotas a los concesionarios para cubrir los gastos por servicios básicos, limpieza, seguridad y otros mantenimientos del centro comercial. En la nota 2.15 "Contabilización de Fideicomisos", se hace mención a la cancelación de la titularización en el mes de diciembre del 2014 y que la Compañía posee el 100% de los derechos fiduciarios del Fideicomiso FIMALL, propietario del terreno y edificio donde funciona el centro comercial denominado "Mall del Sol". De esta forma los estados financieros incluyen las cuentas del Fideicomiso en mención, y como consecuencia, los activos del centro comercial se muestran como Propiedad de inversión de la Compañía. En la nota 4 "Administración de riesgos", se describe los diferentes riesgos que identifica la Administración de la Empresa los atenuantes de los mismos. En el literal d) de la nota 14 "Impuestos a la renta corriente y diferido", se indica que la Compañía se encuentra evaluando los efectos que tendrán las reformas allí detalladas, sin embargo, considera que el impacto no será significativo. En la nota 20 "Saldos y transacciones con compañías y partes relacionadas", se indica que se consideran aquellas compañías con accionistas comunes, con participación accionarial significativa en la Compañía, como relacionadas. Finalmente, en la nota 22 "Información sobre segmentos del negocio", se indica que la compañía tiene 2 segmentos sobre los cuales informa: "Mall del Sol" y "Torres del Mall", el primero registra el ingreso generado por el centro comercial del mismo nombre y el segundo comprende los edificios de oficinas y salones de eventos anexos al centro comercial.

Cabe resaltar que la calificación otorgada está basada en la información proporcionada por el Emisor para el efecto, la cual debe cumplir con los requerimientos exigidos por la normativa legal, siendo el Emisor responsable de que la documentación entregada a la Calificadora sea idéntica a la presentada ante el organismo de control. A su vez, el Emisor se hace responsable de entregar a la Calificadora la documentación legal debidamente aprobada por la Superintendencia de Compañías que acredite la autorización dada por ésta, sin perjuicio de que cualquier

diferencia entre la información evaluada por la Calificadora y la presentada al ente de control pueda ser -una vez comunicada a la Calificadora- conocida y analizada por ésta en un nuevo Comité de Calificación.

Una vez que se verificó que la información cumple con los parámetros de validez, suficiencia y representatividad acorde a la metodología interna de la Calificadora; y que el Emisor tiene capacidad para cumplir sus gastos financieros vigentes, se procedió con la aplicación normal de los procedimientos de calificación.

2. Análisis de la Capacidad de Pago Histórica

2.1. Análisis de la Solvencia Histórica del Emisor

El cálculo de la cobertura histórica de los gastos financieros de las emisiones se basó en información contenida en los estados financieros auditados, e interno previamente mencionados.

La cobertura de gastos financieros se obtuvo de confrontar el flujo de efectivo depurado promedio entre los periodos anualizados bajo NIIF, generado por los activos productivos de la Empresa con los gastos derivados de la deuda financiera que a la fecha son conocidos. Los activos contables han sido ajustados para eliminar aquellos que no han contribuido a la generación de flujo de efectivo. La deuda financiera que mantiene la Empresa al momento de la calificación de riesgo fue incluida en el análisis con una tasa igual a la tasa vigente ponderada de dichos créditos, organizados por acreedor. El resultado obtenido reflejó que los gastos financieros han sido cubiertos por el flujo depurado en los ejercicios con NIIF, de manera suficiente.

	AÑO 2013	AÑO 2014	SEPT-2015
Activos Ajustados Promedio (US\$)	75,746,302	75,056,903	74,117,940
Flujo Depurado Ejercicio (US\$)	8,573,248	9,683,995	7,178,402
% Rentabilidad Act. Prom. Ejercicio	11.32%	12.90%	12.91%
Monto Deuda US\$ (Sept. -2015)			9,566,426
Gasto financiero US\$ (Sept. -2015)			534,451
Cobertura Histórica de Gastos Financieros			17.90
Pasivos Exigibles / EBITDA:			1.10

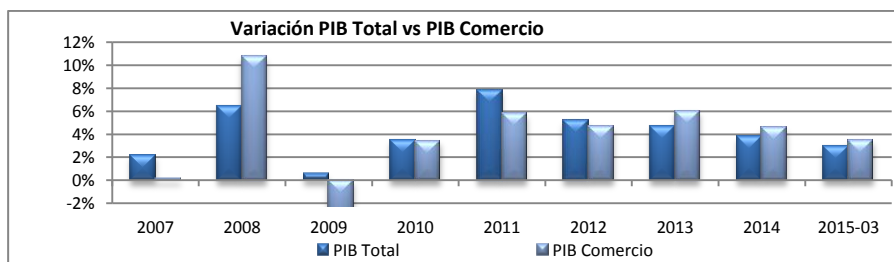
(*) Datos anualizados a partir de reales a septiembre del 2015.

2.2. Evaluación de los Riesgos de la Industria

El flujo de fondos generado por la Empresa emisora se origina principalmente de los valores iniciales y valores mensuales de concesión derivados de los locales del centro comercial, por lo que su desarrollo está relacionado directamente con en el sector comercio, ante lo cual se ha categorizado al segmento como de **Riesgo Medio**.

Sector Comercial

Las cifras del Banco Central del Ecuador (BCE) señalan que la actividad económica "Comercio" mantiene su importancia dentro de la estructura económica del país, contribuyendo con 10.1% del Producto Interno Bruto (PIB) del país en el ejercicio 2014 y presentando un comportamiento variable acorde al movimiento de la economía en general que resultó en un crecimiento anual promedio de 3.9% desde el año 2007, al tiempo que la economía en su conjunto registraba un crecimiento promedio de 4.3% en igual lapso. En el año 2010 el PIB del sector tuvo una variación real de 3.4%, que aumentó en el año 2011 a 5.8%, a partir de lo cual se observó un menor ritmo que le llevó a cerrar el ejercicio 2012 con una variación real de 4.7% (versus 5.2% para el total de la economía) pero repuntando a 6.0% en el 2013 (4.6% para el PIB total). En el ejercicio 2014 se observaron incrementos reales de 4.6% para el PIB del sector y de 3.8% para el PIB total respecto al valor del año anterior, al tiempo que en el primer trimestre de 2015 el sector registró un crecimiento de 3.5% respecto al primer trimestre del año anterior en comparación al 3.0% que mostró la economía en su conjunto.

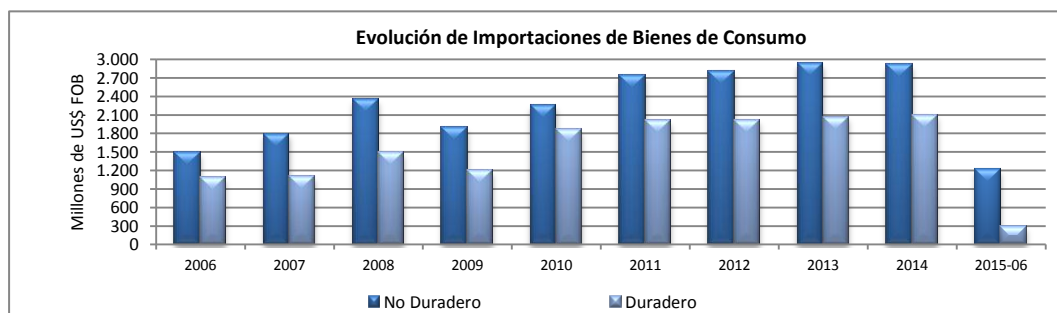


Fuente: Banco Central del Ecuador

Por otro lado, de acuerdo a las cifras publicadas por la Superintendencia de Compañías, en el año 2014 se registró la constitución de 8,877 compañías incluyendo las creadas por vía electrónica. De las nuevas compañías, 1,947 han orientado su actividad económica al comercio, 1,323 a transporte, 1,242 actividades profesionales, científicas y técnicas, 914 a construcción, 625 servicios administrativos y de apoyo, y 621 industria manufacturera.

Otra herramienta para evaluar el desempeño del sector está dada por el Estudio Mensual de Opinión Empresarial del Banco Central del Ecuador que abarca 800 grandes empresas de cuatro ramas de actividad económica: Industria, Comercio, Construcción y Servicios a fin de determinar el llamado Índice de Confianza Empresarial (ICE). Al mes de diciembre de 2014, el ICE de la rama Comercial se situó en 1,361.6 puntos, mientras que a septiembre del 2015 fue de 1,389.4 es decir evidencia un crecimiento del 2% respecto al cierre de diciembre pasado. El ciclo del ICE Comercio al 2014 se encontraba 0.6% por debajo de su tendencia de crecimiento de corto plazo mientras que a septiembre se ubicó 4.5% por debajo de la línea de tendencia.

Un factor importante a considerar dentro del sector comercial es que una significativa porción de sus ventas se originan en bienes importados, particularmente bienes de consumo, que durante el año 2014 alcanzaron un total de US\$5,232.3 millones (FOB) y que significaron un incremento de 0.04% respecto al valor del año anterior. La evolución mostrada por las importaciones de bienes de consumo duradero y no duradero en los últimos años se muestra a continuación, donde se aprecia la disminución que se dio en el año 2009 y la posterior recuperación de los montos importados, si bien a un ritmo acentuadamente menor en los tres últimos años respecto a los ejercicios anteriores, mientras que las importaciones de bienes de consumo sumaron US\$2,207 millones FOB entre enero y junio de 2015, una reducción de 8.8% respecto al mismo período del año previo.



Fuente: Banco Central del Ecuador

El segmento comercial incluye a su vez dos niveles de intermediación en la distribución y/o comercialización de bienes (el uno, entre el fabricante, productor o importador y el consumidor final; y dos, cuando en la cadena de valor mencionada, intervienen los comerciantes minoristas). En el primer nivel de intermediarios aparecen las figuras importador-distribuidor y los mayoristas. El grupo de importadores-distribuidores son agentes que asumen todos los riesgos comerciales, desde contactar al proveedor, movilizar la mercadería y distribuirla entre sus diferentes almacenes para llegar al consumidor final, las inversiones superan (generalmente) los US\$100 millones de dólares; de manera general los agentes de este segmento cuentan con medios suficientes para mantener sucursales a nivel regional o nacional. Entre las ventajas de este segmento están las de contar con una extensa lista de productos para comercializar (licores, alimentos, electrodomésticos, ferretería, perfumería, cosméticos y



en algunos casos autom3viles) y poder ofrecer menores precios debido a que no hay intermediarios que vuelvan oneroso el negocio de la distribuci3n. Dentro del mismo segmento, est3n los importadores m3s peque1os, los cuales se especializan en segmentos espec3ficos como bienes de consumo y alimentos, construcci3n y ferreter3a, medicinas y cosm3ticos. Tambi3n pertenece a este grupo, los almacenes con "grandes superficies" o hipermercados, cuya caracter3stica principal es exhibir la mayor cantidad de productos en el mismo lugar. Finalmente, los mayoristas, segmento que se abastece del fabricante local y/o del importador, asumiendo el riesgo de colocar y vender los productos aunque no se encarga directamente de la transacci3n con el proveedor o productor. Los mayoristas adquieren poder de negociaci3n acorde al monto de compra y por ende pueden ofrecer descuentos al consumidor final; suelen tener sucursales a nivel local.

En el segundo nivel de intermediaci3n se encuentran los minoristas, que constituye un sector muy atomizado que en su gran mayor3a cuentan con un m3ximo de dos puntos de venta a nivel local. En el Ecuador se ha estimado que existen 210 tiendas (entre minoristas e informales) por cada 100,000 habitantes; sin embargo, la tendencia del n3mero de participantes en el segmento disminuye en el tiempo, lo cual se debe a que los grandes actores del segmento de comercializaci3n abarcan progresivamente 3reas atendidas por los minoristas. A pesar de lo mencionado, el negocio a3n representa atractivo para los comerciantes, puesto que genera importantes ingresos promedio, especialmente, en aquellos nichos de mercado distantes de las 3reas de acci3n de los supermercados, mini markets o autoservicios. En este grupo tambi3n se encuentran las "cadenas de supermercados" menores, cuyo target es la poblaci3n urbana de clase media-baja y baja.

Otras modalidades para llegar al cliente final son los "agentes representantes" y las "franquicias", que se distinguen por manejar pocas l3neas de productos y act3an por cuenta y en nombre del representado. La identificaci3n de los tres segmentos de la comercializaci3n al por mayor y menor, evidencia el alto nivel competitivo existente en el segmento, donde el riesgo de sustituci3n entre uno u otro agente no solo depender3 de espacios amplios, o del stock de mercader3a acorde a las necesidades de los diferentes clientes, sino de servicios adicionales, como facilidades de pago, calidad de los productos, atenci3n al cliente, limpieza, servicios anclas, entre otras caracter3sticas.

Por otro lado, y considerando la significativa proporci3n de art3culos importados que est3n involucrados en la actividad econ3mica "Comercio", es importante destacar el efecto sobre el sector de medidas de comercio exterior tomadas en los meses previos. En noviembre de 2013 el Comit3 de Comercio Exterior (COMEX) emiti3 la Resoluci3n No. 116 en la cual se reforma la n3mina de productos sujetos a controles previos a la importaci3n y se establece que el "Certificado de Reconocimiento" ser3 exigible como documento de soporte a la Declaraci3n Aduanera para todas las mercanc3as embarcadas a partir de la vigencia de dicha Resoluci3n y del correspondiente Reglamento T3cnico Ecuatoriano (RTE-INEN). La antedicha n3mina inclu3a 293 subpartidas, que luego fue modificada mediante la Resoluci3n No. 003 de enero de 2014 para incluir 16 subpartidas adicionales y excluir una. De esta forma, reportes de prensa reportaron que a inicios de 2014 se hab3a evidenciado una afectaci3n en el proceso de nacionalizaci3n de un n3mero de productos importados, debido a las dificultades para obtener los certificados de conformidad emitidos por laboratorios o verificadoras debidamente validados por el organismo de acreditaci3n nacional, y que constituye un requisito previo de importaci3n y es documento habilitante para nacionalizar mercader3a llegada a puerto con posterioridad a la medida.

Publicaciones de prensa³ han recogido tambi3n lo se1alado por el Ministro Coordinador de la Producci3n respecto a que uno de los efectos de la Resoluci3n 116 del COMEX ser3a la reducci3n de m3s de US\$800 millones en compras al extranjero, sustituy3ndolas con producci3n a nivel local, para lo cual se han empezado a realizar acuerdos con productores nacionales. En todo caso, mientras se alcanza un pleno cumplimiento de la obligaci3n de contar con los certificados de conformidad para las importaciones afectadas o los vol3menes de producci3n local logren una cobertura completa de la demanda, se estima que la oferta de dichos productos puede verse resentida en el corto plazo, si bien la magnitud de este impacto depender3 de los niveles de existencias de cada producto y del tiempo que tome la normalizaci3n en la obtenci3n de la nueva producci3n.

³<http://www.eluniverso.com/noticias/2014/01/14/nota/2029971/importaciones-bajarian-mas-800-millones>

<http://www.eluniverso.com/noticias/2014/01/22/nota/2067256/gobierno-aplicara-16-reglamentos-mas-importacion-productos>



Adicionalmente, a partir de enero de 2015 entró en vigencia la Resolución No. 051-2014 del COMEX en la que se definieron nuevas tarifas arancelarias para un número importante de partidas relacionadas con maquinarias y equipos (de los grupos 40, 59, 68, 69, 72, 82, 84, 85, 87, 90, 91 y 95, cuyo arancel previo era de 0% y pasó a entre 5% y 25%). Posteriormente, y con el propósito de regular el nivel de importaciones y salvaguardar el equilibrio de la balanza de pagos, en marzo de 2015 mediante Resolución No. 011-2015 el COMEX estableció una sobretasa arancelaria que afecta al 32% del total de importaciones según el valor actual de las mercancías y que tendrá una duración de 15 meses luego de lo cual se hará un cronograma de desgravación. Esta sobretasa fluctúa entre 5% y 45%, acorde al siguiente detalle:

- 5% para bienes de capital y materias primas no esenciales
- 15% para bienes de sensibilidad media
- 25% para neumáticos, cerámica, CKD de televisores y CKD de motos
- 45% para bienes de consumo final, televisores y motos

Todo ello permite prever que el comportamiento de los mercados de un importante número de artículos importados se verá afectado por la implementación de las medidas antedichas al menos en el corto y mediano plazo.

Segmento de Autoservicios

Entre los principales actores del mercado en el sector comercial de autoservicios se encuentran Corporación Favorita C.A., Corporación El Rosado S.A., Tiendas Industriales Asociadas (TIA) S.A., Mega Santamaría S.A., y otras empresas de menor tamaño. En la rama de actividad económica comercial de autoservicios destacan también empresas dedicadas a la venta de productos farmacéuticos, prendas de vestir, artículos de ferretería, material de papelería, entre otros artículos de consumo, que realizan la distribución de sus productos al consumidor final a través de cadenas de establecimientos localizados estratégicamente en los principales centros poblados.

Como elemento digno de notar y relevante para los actores de este segmento comercial se encuentra la emisión por parte de la Superintendencia de Control del Poder de Mercado (SCPM) del “Manual de buenas prácticas comerciales para el sector de los supermercados y/o similares y sus proveedores”, que entró en vigencia desde el mes de noviembre de 2014.

Segmento de Tiendas por Departamento

El mercado de tiendas por departamento en el país ha registrado un importante crecimiento en los últimos años, de la mano de la evolución mostrada por la economía en general y del sector comercial en particular. Al aumento de la demanda se ha añadido también el nivel altamente competitivo de los participantes del segmento, los cuales se caracterizan por tener cobertura y presencia mayoritaria en los centros comerciales (donde algunos funcionan como negocios ancla) de las ciudades más grandes del país.

De acuerdo a información de las principales empresas del país, publicada por medios de comunicación especializados (como la revista Ekos), se obtuvo los principales competidores como Almacenes De Prati S.A., Superdeporte S.A. (Marathon Sports), Comercial Etatex S.A. (ETA Fashion), PYCCA S.A. y otros. Según expertos del mercado, los elementos clave para el desarrollo exitoso de este tipo de negocios están dados por una acentuada mejora en la experiencia del consumidor, disponer de modernos sistemas de pago, facilitar suficiente información al potencial comprador, implementar una mayor tecnificación en sus operaciones, mantener un acelerado ritmo de innovación y contar con adecuados niveles de stock disponible.

Segmento de Centros Comerciales

El importante crecimiento de la actividad comercial que experimentó el país en la última década se ha visto reflejado además en el notorio aumento de los centros comerciales, principalmente en las circunscripciones territoriales de las ciudades más grandes: Quito, Guayaquil y Cuenca. No obstante, en los últimos años se ha visto también una significativa expansión hacia polos habitacionales ubicados en áreas adyacentes a las ciudades de mayor tamaño, tales como los valles de San Rafael y Cumbayá en Quito, y las vías a Samborondón y a la Costa en Guayaquil. A más de lo anterior, se ha ampliado a cantones de menor tamaño pero de importante actividad económica, como Ambato, Machala, Manta, Portoviejo, Quevedo, Riobamba, Daule, Loja, entre otros.



Según información del Servicio de Rentas Internas (SRI) tomada por diario El Comercio, las inversiones en centros comerciales han provenido principalmente de grupos económicos, entre los que se encuentran Corporación Favorita (liderado por la familia Wright, que opera las cadenas Supermaxi, Megamaxi, Akí y Gran Akí), y Corporación El Rosado (familia Czarninski, bajo los formatos Riocentro en Guayaquil y Paseo Shopping en otras ciudades, los que tienen como ancla a locales de la cadena Mi Comisariato), Consorcio Nobis, Grupo Quicentros y Gerardo Ortiz.

En principio, la zona norte de Guayaquil fue el área que atendieron los centros comerciales: Policentro, Albán Borja, Plaza Triángulo, Plaza Quil, Plaza Mayor, Mall del Sol, San Marino, Terminal Terrestre, la cadena de Riocentros, y Citymall. Que se distinguen por ser concentraciones de locales en grandes edificios climatizados que brinden seguridad y parqueos. En el centro de la ciudad se ubicaron Unicentro y Centro Comercial Malecón, donde el concepto es de menor tamaño y con zonas abiertas. Posteriormente, la expansión llegó también a zonas del sur de la ciudad, donde predominaba un segmento poblacional de nivel socioeconómico medio y medio bajo, con la llegada de Riocentro Sur y Mall del Sur. Últimamente, también se consideraron zonas con un nivel socioeconómico bajo, como son la vía Perimetral y vía a Daule (noroeste de la ciudad), donde llegaron conceptos como Parque Comercial California, Súper Akí, Mall el Fortín y Plaza Tía. Entre otros centros comerciales cercanos a la ciudad de Guayaquil (las vías a Samborondón, sector de La Aurora del cantón Daule y Durán) y sobre la vía a la Costa, cuyo crecimiento va de la mano con el desarrollo urbanístico cercano y tienen la novedad de ser totalmente abiertos o como se los ha denominado Las "Piazzas". De esta forma, a lo largo de la vía a Samborondón se encuentran las Piazzas de Samborondón, La Joya, Villa Club y Ciudad Celeste, así como Village Plaza, CC. San Antonio Shopping, Bocca, Las Terrazas, La Torre, Plaza Navona, Plaza Lagos, Plaza Verona los cuales buscan abastecer las necesidades de los habitantes de las Urbanizaciones de la zona. Dentro de los últimos establecimientos inaugurados se encuentran: CC. La Gran Manzana y Mall El Fortín en el norte; Plaza Colonia, Plaza Club, Blue Coast Business, Costalmar Shopping, Laguna Plaza en la vía a la Costa; Palmora Plaza, Global Center y el Riocentro El Dorado en la vía a Samborondón. Entre los nuevos proyectos que se estiman inaugurar el próximo año están: del Grupo Eljuri el centro comercial Alhambra que contará con 90 locales, centro empresarial, jardines botánicos, teatro, el cual estará ubicado en el kilómetro 2.5 entrando por la Universidad Espíritu Santo en Samborondón y tendrá un área de construcción de 30 mil metros cuadrados. También se está edificando el 5to. parque empresarial Los Arcos Marriott que contará con 2 bloques: Marriott Plaza Business and Residences y el Blue Business Building. En la vía a la costa y dada su densidad poblacional, estará Plaza Portal del Sol, del grupo Difare (Inmobiliaria Dibiens) que se ubicará en el kilómetro 12.5, Café de Tere (vecino de la plaza mencionada) y un nuevo proyecto urbanístico denominado Villas del Bosque, que a largo plazo incluirá un centro comercial para sus habitantes.

En el caso particular de Guayaquil, esta distribución en la localización de los centros comerciales se realizó hacia las amplias áreas residenciales de la zona norte de la ciudad que se encontraban insuficientemente servidas por tiendas de barrio y por pequeños negocios aislados y dispersos. Siendo una ciudad tropical, el modelo que resultó de mayor acogida a los consumidores en primera instancia fue el de concentraciones de locales en grandes edificios climatizados que brinden seguridad y parqueos, siendo menos atractivos los centros comerciales abiertos.

Acorde a Cushman & Wakefield, entidad internacional especializada en el sector, los centros comerciales clase A de mediano y gran tamaño en América del Sur tienen al menos 32,500 metros cuadrados y típicamente son espacios cerrados multiniveles, con cuatro o más locales anclas que representan no más del 30% de su superficie bruta alquilable (SBA, o GLA por sus siglas en inglés). La composición de negocios en estos malls incluye a tiendas de ropa y moda, joyerías, entretenimiento, patios de comida y comercio minorista en general, siendo los negocios de lujo localizados cerca de los locales ancla los que pagan las rentas más altas. Estos centros comerciales suelen ser propiedad de inversionistas locales -tanto privados como públicos- que a menudo tienen a inversionistas institucionales detrás.

Aunque la tendencia mundial es la repetición de marcas y locales en centros comerciales cada cierto espacio geográfico y demográfico, en Ecuador se aplica un factor diferenciador por capacidad de compra de los consumidores y por asociación de los grupos promotores o propietarios de los centros comerciales, de modo que la oferta de área de desarrollo comercial es algo diversificada, lo que crea patrones de tráfico y consumo relacionados con ventajas competitivas particulares de cada centro comercial. De acuerdo a un estudio realizado por Ipsa Group, una de las razones que motiva a los

consumidores a visitar los centros comerciales es la variedad de locales y productos (18%). Otros se inclinan por los patios de comidas (14%), buena atención (12%), hacer compras varias (11%), pasear y distraerse (10%), cines (9%), descuentos y promociones (8%), seguridad y tranquilidad (4%) y zona bancaria (3%). Estos elementos concuerdan con los criterios importantes que explican el desempeño de los centros comerciales, dados principalmente por la ubicación, cercanía a zonas con alto tránsito de personas, la disponibilidad de almacenes anclas, grandes tiendas y centros de entretenimiento.

Si bien el crecimiento poblacional y la creación de necesidades de la demanda hace del negocio de centros comerciales un mercado atractivo, se considera la existencia de ciertas barreras de entrada, principalmente relacionadas con el requerimiento de elevados montos de inversión, no solo para la puesta en marcha de la infraestructura inicial que permita ofrecer una cobertura significativa a su mercado objetivo en una adecuada ubicación, sino que una vez en operación se requiere de continuas renovaciones y promociones que logren la fidelidad del cliente. Otros elementos que requieren de importante atención son la distribución del espacio, diversificación de negocios y constante renovación de instalaciones y decoraciones, así como una creciente utilización de canales modernos de comunicación, especialmente a través de internet.

Tomando en conjunto los factores señalados, se establece que el sector relacionado con la rama económica de "Comercio" en el Ecuador presenta al momento *un riesgo medio* en el corto plazo (particularmente en lo relacionado con la comercialización de artículos importados afectados por las medidas del COMEX) y un *riesgo bajo en el largo plazo*.

2.3. Asignación de la Categoría Básica de Riesgo

En función de una Cobertura Histórica de Gastos Financieros de 17.90 y un Riesgo Industrial **Bajo** se asigna a las 3 emisiones de obligaciones de **INMOBILIARIA DEL SOL S.A. MOBILSOL** la Categoría Básica de Riesgo de "AAA".

3. Análisis de la Capacidad de Pago Esperada de la Empresa

3.1. Análisis de la Solvencia Proyectada del Emisor

A partir de la información cuantitativa derivada del análisis financiero histórico y del estudio de los factores cualitativos como son el riesgo de la industria, la posición de la Empresa en su industria, el riesgo operacional, gobierno corporativo, entre otros, se establecieron los siguientes parámetros para elaborar los modelos de análisis proyectados:

- La capacidad de pago histórica se la obtuvo de utilizar información contenida en los estados financieros auditados (NEC) de los años 2005 al 2010, estados financieros auditados del 2011 al 2014 y el corte interno a septiembre del 2015, bajo NIIF.
- Se eliminaron las distorsiones de tipo contable que afectan la determinación de la real capacidad de generación de efectivo por parte de los activos productivos de la Empresa.
- Los flujos depurados de cada ejercicio se la ha analizado en términos reales, corregidos por la tasa de inflación de cada período anual.
- Se han obtenido las rentabilidades de cada periodo, al contrastar a los flujos depurados bajo NIIF, con los activos productivos ajustados de cada periodo aplicando la norma respectiva.
- Con el flujo depurado obtenido como promedio simple entre los flujos NIIF, se estableció la cantidad de recursos que la Empresa tiene capacidad de generar dado su nivel de activos productivos.
- Los pasivos generadores de pagos de intereses reportados por el Emisor al 30 de septiembre de 2015 son utilizados al costo vigente, permitiendo inferir las necesidades de liquidez para cubrir los gastos financieros. Se incluyó el saldo de las tres emisiones de obligaciones objeto de actualización.
- Los valores encontrados permiten evaluar la holgura de pago del Emisor y el plazo de amortización de sus deudas.
- Se elaboraron proyecciones para un periodo de 12 semestres que incluyen el plazo de amortización de las emisiones de valores objeto de calificación.
- Los ingresos proyectados corresponden a los obtenidos por el Emisor acorde con su mix de ingresos: a) Por concepto de los Valores Mensuales de Concesión (VMC); b) Amortización del Valor Inicial de Concesión (VIC) y c) Otros ingresos que incluye los valores generados por las islas



y torres, auspicios, eventos, gastos comunes, y otros, los cuales se calculan en base al metro cuadrado concesionado. Con relación a estas variables, el VIC se calcula acorde a la tarifa mostrada en el último semestre del 2015; el VMC, en cambio se calcula en base al promedio entre el 2013 y el 2015. Los otros ingresos se calculan a partir del porcentaje sobre los ingresos generados durante el periodo de cálculo.

- Se consideran 54,968 m2 concesionados, acorde al dato enviado por la Administración, considerando anclas, locales, islas y oficinas.
- De acuerdo a la naturaleza del negocio, el Emisor no registra costo de ventas.
- Se estima una tasa de crecimiento de los gastos administrativos de 0.50% estable en el tiempo.
- El cálculo de los gastos de operación versus las ventas reflejan el promedio entre el 2014 y septiembre del 2015, periodos que muestran una evolución que se estima representativa del actual desenvolvimiento de dicho rubro.
- La holgura de pago de cada ejercicio se analiza en el tiempo para encontrar la capacidad de pago proyectada del Emisor.
- El escenario base es sometido a ejercicios sensibilizados con el objetivo de evaluar la variabilidad en la capacidad de pago del Emisor ante la ocurrencia de eventos adversos.

3.2. Análisis de la Capacidad de Pago Proyectada

De acuerdo a la metodología expuesta en el punto anterior, los eventos desfavorables incluidos en el Análisis de Sensibilidad y sus respectivas fluctuaciones para la determinación de la solvencia histórica y esperada del Emisor que se presentan a continuación:

Evento	Esc. Base	Esc. N° 1	Esc. N° 2
Crecimiento Valor Mensual de Concesión (VMC)	0.50%	0.25%	0.00%
M2 Concesión	54,335	52,977	51,618
Valor inicial concesión (VIC)	US\$1,128,486	US\$825,205	US\$804,046
Valor mensual de concesión (VMC)	US\$12.55	US\$12.52	US\$12.49
Crecimiento Gastos Administrativos	0.50%	0.75%	1.0%
Relación Gastos de Ventas/Ingresos	54.98%	56.36%	57.73%
Cobertura	16.17	14.01	13.16

3.3. Asignación de la Categoría Corregida

En función del análisis de los indicadores financieros adicionales, factores adicionales de riesgo cualitativo, con una Cobertura Proyectada de Gastos Financieros de 16.17 y la sensibilización de escenarios, se asigna a las tres emisiones de obligaciones de **INMOBILIARIA DEL SOL S.A. MOBILSOL** la Categoría Corregida de "AAA".

4. Análisis de la Calificación Preliminar

4.1. Análisis de Indicadores Financieros Adicionales

4.1.1. Resultados, Rentabilidad y Eficiencia

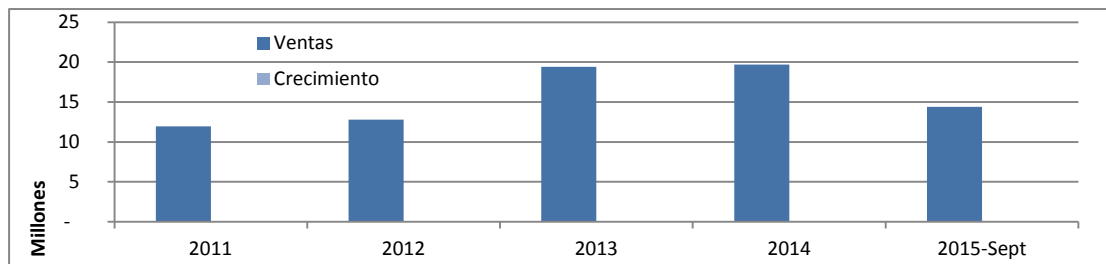
La firma auditora en el informe correspondiente al año 2014, incluye con fines comparativos las cifras del 2013, que incluyen la reclasificación de ciertos ingresos debido a la consideración de los diferentes tipos de contraprestaciones que se estipulan en los contratos de concesión, en el corto y mediano plazo estas han sido: i) valores recibidos al comienzo del contrato o durante el primer año de alquiler (Valores Iniciales de Concesión VIC⁴), ii) valores recibidos mensualmente a lo largo del plazo contractual y conforme el uso de las instalaciones (Valores Mensuales de Concesión VMC). Adicionalmente se registran como ingresos, los ingresos por publicidad, que corresponden a valores de alquiler de islas, espacios y BTL destinados a la promoción de publicidad mediante letreros, afiches o imágenes de marcas, ingresos por servicios, que corresponden a los valores de alícuotas cobradas a los

⁴ Son contratos de largo plazo, generalmente clientes que alquilan espacios representativos del centro comercial a quienes se les denomina "clientes ancla".



concesionarios para cubrir los gastos de servicios básicos, limpieza, seguridad y otros mantenimientos del centro comercial.

Considerando lo mencionado, al cierre del año 2014, INMOBILIARIA DEL SOL S.A. MOBISOL generó ingresos totales por US\$19.7 millones, que frente a los ingresos del 2013 por US\$19.4 millones, evidencian un crecimiento del 1.5% entre ambos periodos, lo cual muestra las renovaciones de ciertos contratos de concesión, reajustes en los valores mensuales de concesión de acuerdo el caso y la publicidad junto con los ingresos por servicios correspondientes a la nueva área con que cuenta el centro comercial. A septiembre del 2015 los ingresos acumulados sumaron US\$14.4 millones, cantidad que representa el 73% de los ingresos del año anterior. Este centro comercial registra 54,968 metros locales (incluye torres).



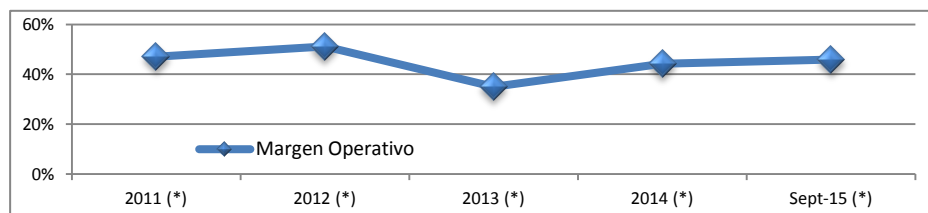
(*) Cifras bajo NIIF

De acuerdo al presupuesto inicial del 2015 la Administración estimaba llegar a US\$20.3 millones, los cuales corresponderían a un 65% a los ingresos relacionados con las concesiones de los locales comerciales, el 19% en cambio estaría relacionado con las concesiones de las islas y los ingresos por alcuotas y la diferencia provendría de los auspicios, y servicios varios.

De acuerdo a la información suministrada por la administración al corte de septiembre del 2015, los ingresos del Emisor se conforman principalmente (63%) de los Valores Mensuales de Concesión (VMC) y de los Valores Iniciales de Concesión (VIC) sea por los locales comerciales como por las islas, 15% son ingresos por alcuotas (oficinas, locales e islas), 9% en cambio correspondió a ingresos publicidad (auspicios, islas marketing, espacios, BTL), y la diferencia fue aportada por los ingresos por el alquiler de salones de eventos y actividades relacionadas. Este mix de ventas, no ha variado en el tiempo de manera drástica.

El Emisor no cuenta con costos operativos, lo cual es propio del giro del negocio y por ende el margen bruto es 100%.

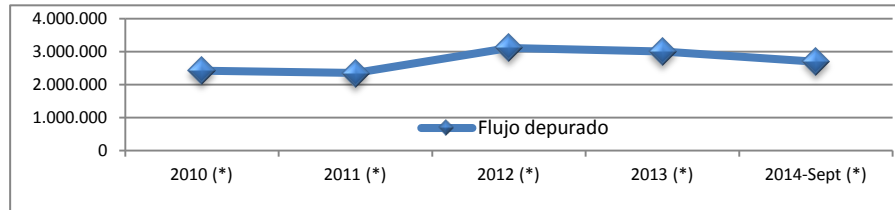
La actividad comercial del centro comercial genera gastos de tipo administrativo y de ventas, los cuales, como se muestra en el gráfico adjunto, requirieron al 2014 del 55.8% de los ingresos, proporción menor a la mostrada en el 2013 (64.98%), justamente por las remodelaciones y expansión del centro comercial durante este periodo. A septiembre del 2015, los gastos operacionales requirieron el 54.17% de los ingresos del periodo, mostrando de esta manera una relativa estabilidad en estos gastos. Con lo cual el margen pasó de 35.0% en el 2014 a 44.2% en el corte interno de septiembre del 2015.



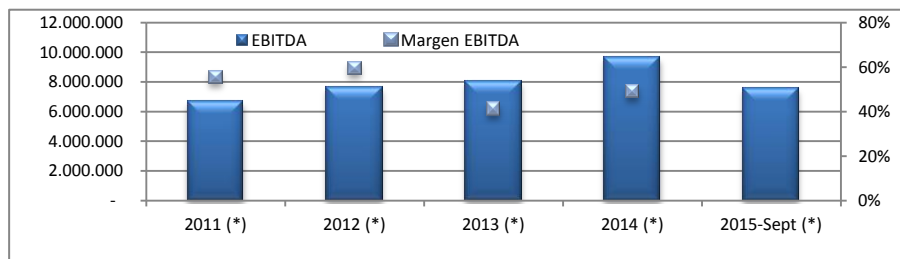
(*) Cifras bajo NIIF

La Entidad históricamente ha presentado otros ingresos netos, los cuales están relacionados con ingresos financieros y otros varios conceptos, de tal manera que junto con los gastos financieros y demás obligaciones, la Compañía cerró con una utilidad neta de US\$5.8 millones (sin considerar otros resultados integrales) al 2014 y ha acumulado a septiembre 2015 US\$45.8 millones. Lo anterior es equivalente a tener una utilidad de 29.6 centavos por cada dólar de ingresos obtenido, cantidad que es

mayor a la mostrada en los últimos 3 años.



Por su parte el EBITDA pasó de US\$8.0 millones en el 2013 a US\$9.7 millones en el 2014, y al corte interno de septiembre del 2015 llegó a US\$7.5 millones. En términos de margen EBITDA, este pasó de 41.3% a 48.98% y a septiembre 2015 en 52.4%, en igual periodo al mencionado, esperando que al cierre del periodo, llegue a un nivel relativamente igual al 2014, debido en parte a la desaceleración de la economía.



(*) Cifras bajo NIIF

4.1.2. Estructura Financiera y Endeudamiento Patrimonial

Los activos de Inmobiliaria del Sol S.A. Mobilsol fueron de US\$76.1 millones, mostrando un descenso del 3% en relación al 2014 (US\$78.8 millones); dicha reducción es el resultado de que tanto los activos fijos se contraigan.

El rubro "Propiedades y Equipo" por US\$43.3 millones, aquí se registran las maquinarias, equipos, telefonía, muebles y enseres, equipos de computación, vehículos y otros equipos y propiedades de inversión que se deprecian.

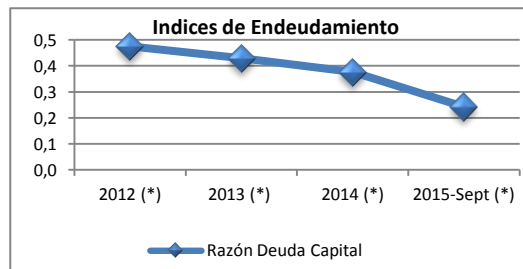
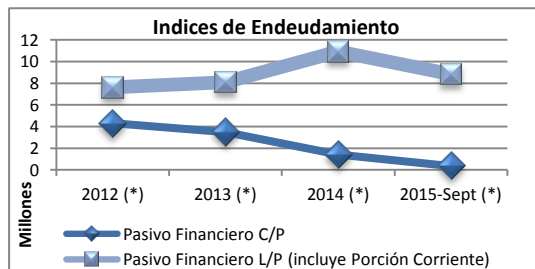
El rubro Propiedades de inversión corresponde a los terrenos y edificios donde funciona el centro comercial "Mall del Sol"; es importante indicar que el centro comercial transfirió a un fideicomiso el dominio y posesión del 100% de los derechos fiduciarios que posee en el Fideicomiso FIMALL el cual está conformado por los terrenos, edificaciones, e instalaciones del Centro Comercial Mall del Sol, con el objeto de que el derecho fiduciario que integra el patrimonio autónomo del fideicomiso sirva como garantía de la cancelación de los créditos presente y futuros de la compañía. Dicho fideicomiso mantiene un plazo de finalización de 50 años, plazo al final del cual MOBILSOL recibirá los inmuebles objeto del fideicomiso.

En relación a la cartera por cobrar, US\$760 mil, la misma crece en 22% en relación al cierre del 2014 (US\$625 mil). Dicha cartera en un 61% corresponde a una programación de entre 1 y 30 días para su pago, entre 31 y 60 días, el 25%, entre 61 y 90 días, el 12% y los demás rangos cubren menos del 3%, cada uno.

Estructura de Financiamiento

Los pasivos totales al septiembre del 2015 fueron de US\$47.3 millones aproximadamente, que junto con el patrimonio de US\$38.1 millones, permiten contar con un Capital invertido de US\$47.3 millones. En el primer caso, los pasivos decrecen en 25%, situación que como se aprecia en los gráficos tiene a mantenerse en el tiempo. Mientras que el capital crece en 16%, con lo cual la relación entre ambas fuentes de financiamiento se reduce de 0.38 en el 2014 a 0.24 a septiembre.

De los gráficos contiguos se puede inferir, que del total de pasivos generadores de intereses, la mayor proporción (96%) a septiembre del 2015, correspondió a pasivos por amortizar a largo plazo, situación que se estima positiva dado el ratio de liquidez (1.1 veces a septiembre y 0.65 veces en el 2014) que maneja la Entidad.



El patrimonio al cierre del 2014 fue de US\$32.8 millones y a septiembre del 2015 fue de US\$38.1 millones, equivalente a un crecimiento del 16% entre ambos periodos. Al corte interno del 2015, US\$14.4 millones corresponden a: "Capital Social", la diferencia son "Reserva de capital" y la "Utilidad Acumulada".

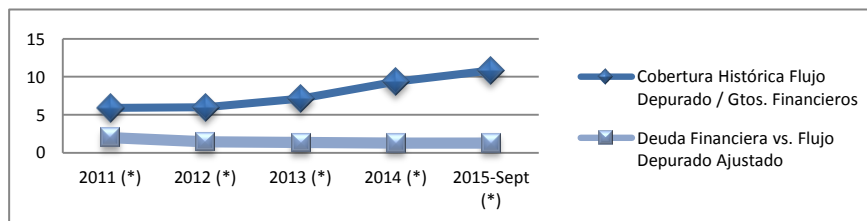
Por otro lado, los activos ajustados a septiembre del 2015 fueron de US\$47.3 millones, soportados principalmente en las propiedades y equipos del Emisor (US\$43.3 millones), con Capital de trabajo de US\$1.5 millones y capital de trabajo comercial negativo. De acuerdo al giro del negocio del emisor sus activos se centran en las instalaciones del centro comercial. El capital de trabajo comercial es negativo por el monto que se debe cancelar a los proveedores por US\$1.2 millones que fue mayor a los rubros de cuentas por cobrar e inventario al mismo corte.

Los pasivos generadores de pago de intereses financiaron el 15.7% al 2014 y se reduce a 12.1% en el corte interno de septiembre del 2015, debido a la reducción de los mencionados pasivos durante el periodo.

La rotación de las ventas versus el capital de trabajo comercial al corte interno del 2015 fue menor a la mostrada en el 2014 es decir que por cada dólar invertido en capital de trabajo, las ventas crecen, pero en menor proporción en relación al año 2014. Cabe indicar que por el tipo de negocio en el que participa el Emisor, en algunos periodos los pasivos corrientes resultan superiores a los activos corrientes, obteniendo niveles de liquidez por debajo de la unidad o un capital de trabajo deficitario; sin embargo al corte de septiembre del 2015, este índice fue de 1.1 veces.

4.1.3. Índice de Cobertura Histórica

La Empresa muestra un índice de cobertura de gastos financieros cuya tendencia es creciente desde el 2011 (ver gráfico), el promedio que alcanza en los dos últimos periodos anuales fue de 8.2 veces los gastos financieros, esto como resultado de la actividad comercial que se refleja en mayor flujo y a la vez una reducción de los gastos financieros (incluye transacciones con instituciones financieras y Mercado de Valores) en los que ha incurrido. Al corte interno del 2015 (septiembre), vuelve a subir, dada la reducción de los gastos financieros. Por lo mencionado, el Entidad genera suficiente flujo de recursos para cubrir sus gastos de orden financiero. A partir de los flujos generados el Emisor, éste podría cubrir sus pasivos generadores de pago de interés, en un periodo inferior a los dos años.



(*) Cifras bajo NIIF

4.1.4. Flujos de Caja y Calce

De acuerdo a la metodología de la Calificadora, el objetivo del análisis del Flujo de Caja, es hacer una proyección de los flujos de caja para el periodo de vigencia del instrumento analizado, con el propósito de determinar la disponibilidad de pago futura del Emisor. El flujo de caja estará representado por el flujo depurado determinado en el cálculo de la cobertura proyectada. Para evaluar el flujo de caja se calculará el valor presente de éste, y se contrastará con la deuda no amortizada, a la fecha de los EE.FF.

base, y el saldo de la emisión de obligaciones, se obtuvo que la Empresa contaría con flujo de caja suficiente para cubrir sus obligaciones, incluida la presente obligación y papel comercial objeto de calificación inicial. A la par, la Empresa a partir de los supuestos utilizados, mostraría suficiencia en el calce de sus flujos.

5. Análisis de Factores Cualitativos de la Empresa

5.1. Posición de la Empresa en su industria

La Inmobiliaria del Sol S. A. MOBILSOL (integrante del Consorcio Nobis) fue constituida en octubre del año 1993 bajo la denominación de Sinaquat S.A. en la ciudad de Guayaquil, en marzo del 1996 cambió su razón social por la actual.

La actividad principal es la explotación y desarrollo del centro comercial denominado "Mall del Sol" en Guayaquil y de las torres de oficinas y salones de eventos anexos al centro comercial, denominadas "Torres del Mall". La Compañía construyó el centro comercial Mall del Sol en terrenos de propiedad de un fideicomiso mercantil denominado Fimall. Dicho fideicomiso mantiene un plazo de finalización de 50 años, plazo al final del cual MOBILSOL recibirá los inmuebles objeto del fideicomiso. Más adelante MOBILSOL aportó el 100% de los derechos fiduciarios del Fideicomiso Fimall a un fideicomiso mercantil en garantía que se denominó "Fideicomiso Mobilsol Garantía"; con el objeto que los derechos fiduciarios puedan servir para garantizar obligaciones presentes y futuras de la Empresa y de sus compañías relacionadas.

La construcción de este edificio inició en diciembre de 1994, inaugurándolo en 1997, con una ocupación del 98%. Cuenta con 2 anclas importantes en sus extremos Megamaxi y Sukasa y una variedad de semianclas (total 27) como Cinemark, Juguetón, Bebemundo, Pycca, Forever 21 y otros. Cuenta con el patio de comidas o food court más grande de la ciudad y una variedad importante de locales comerciales (27 locales en total), los locales más amplios son de Pizza hut, Italian Deli y El Español. Cuenta con 135 locales varios entre los que figuran Autoclean, Lain, Cabellos del Sol y for men, Dolce Incontro, entre otros; además cuenta con 5 locales ocupados por bancos. Respecto a las oficinas y salones, cuenta con 16 oficinas. Y finalmente, cuenta con 59 islas. Ya en el 2013 hubo una remodelación del Food Court, lo que permitió incorporar nuevos locales. Cada local cuenta con: un panel eléctrico de luz, un punto de agua, un punto de desagüe para instalación de baño, una línea telefónica, equipo de aire acondicionado incluyendo su primer mantenimiento, instalación de cableado de datos, la cual permite a los clientes el cobro por medio de tarjetas de crédito sin la necesidad de utilizar la línea telefónica.

De acuerdo al informe final del estudio del nivel de satisfacción con Mall del Sol a enero del 2015 elaborada por Datanálisis Investigación de Mercado, de una muestra de 410 encuestados (entrevista personal utilizando un cuestionario semi estructurado) entre hombres y mujeres de NSE alto, medio y bajo se obtuvo que: a) Mall del Sol capta el 27% de la muestra al ser su primera mención entre los centros comerciales y mostrando un crecimiento de 2 puntos porcentuales en mención espontánea, seguido por el 23% que captó el Mall del Sur; b) Mall del Sol sigue siendo considerado el mejor centro comercial, sube 5 puntos porcentuales respecto al 2014; c) La cuarta parte de la muestra indica que el Mall del Sol es el que visitan con mayor frecuencia; d) Entre las razones que incentivan a 3 de cada 10 a visitar el Mall del Sol es la cercanía y la amplitud mientras que una cuarta parte de la muestra dice, porque lo estiman completo; 4 de 10 señalan buena ubicación y distancia, el 15% menciona buen ambiente y variedad de tiendas; e) En cuanto a servicios más importantes, cerca de 3 de cada 10 personas indican facilidad para parquear y existencia de patio de comida y 1 de cada 8 menciona existencia de supermercado. En general tiene la mejor imagen en este tipo de servicios, donde los índices mejoran al corte de la encuesta. En la misma encuesta se ubican puntos que deben ser considerados por la administración para mejorar la percepción de los clientes, al recordar que el Mall del Sol se encuentra ubicado a 3 minutos del Aeropuerto Internacional "José Joaquín de Olmedo" y está rodeado de vías principales de circulación que facilitan el acceso de sus clientes. De acuerdo al ranking que establece el informe mencionado, el orden de recordación es el siguiente, Mall del Sol, Mall del Sur, San Marino, Riocentro Sur y City Mall.

Dada la inversión o expectativas de inversión en nuevos polos de desarrollo, existen varios nuevos competidores para el Mall del Sol, sin embargo, la ubicación del centro comercial, y su integración dentro del proyecto Ciudad del Sol (megaproyecto comercial, empresarial y turístico que incluye



hoteles, edificios de oficina, clínica, centro de entretenimientos, entre otros), le otorgan características únicas que favorece su posicionamiento y visitas, las cuales se estiman en alrededor de 1.5 millones de personas y 280 mil vehículos por mes.

La construcción del Centro Comercial Mall del Sol se levanta en un terreno de 69.238 m², con un área de construcción de aproximadamente 159.999 m² y cuenta con 1.800 parqueos vehiculares entre las dos torres y exteriores. El nivel de ocupación promedio del centro comercial fue de 99.8% en el 2008, y no suele variar de manera importante.

Es el primer Centro Comercial en Ecuador en haber obtenido Certificación ISO 9001:2008.

Desde el 2013 el Emisor cuenta con "Parqueo Express", el cual es un espacio tarifado para parquear, para lo cual realizó inversiones en infraestructura, adecuación, señalética, seguridad (cámaras PTZ), equipos de computación y software que componen el sistema. Para el último trimestre del año 2015 la administración tiene proyectado acumular ingresos por US\$5.7 millones, que junto con los datos reales hasta septiembre, llegarían a US\$20.3 millones.

5.2. Características de la Administración y Propiedad

Estructura Accionarial

De acuerdo a la información proporcionada por el Emisor, el capital social se mantiene en US\$14,359,415 y está representado por 14,359,415 acciones ordinarias y nominativas de un valor nominal de US\$1 cada una.

Accionista	Participación	Capital	Nacionalidad
Beauport S.A.	71,12%	US\$10,212,234.00	Ecuador
Inversión y Desarrollo Invede S.A	11,95%	US\$1,716,075.00	Ecuador
Narbeth Investments S.A.	16,93%	US\$2,431,106.00	Panamá

La Empresa cuenta con una dotación de 142 personas, fuera de seguridad y limpieza. De acuerdo a lo indicado en el informe de auditoría del 2014, el Emisor presenta saldos y transacciones con compañías relacionadas, entre las que figuran: Pronobis, Opersalud, Cosmocenter S. A., Fundación Nobis, Proturasa, Promoinmed, Dleistas Corp S. A., y Consorsio Nobis además de Narbeth Investments, Caroni Business Ltda. Inc., Invede S. A., Beauport S. A., Benton Overseas - Fimall, y Milgard International Limited.

Desde la misma fuente se conoce que en el 2013 se efectuó el pago de dividendos sobre la utilidad del año 2012 a accionistas, durante el 2014, no se pagaron dividendos y lo que va del 2015, no se han pagado.

5.3. Asignación de Calificación Preliminar

La Calificación preliminar corresponde al análisis de la capacidad de pago esperada en escenarios desfavorables e independientes, los cuales dieron como resultado que no difieren en ningún caso en más de una categoría de la encontrada en el análisis de la categoría básica de riesgo, por lo que la Calificadora de Riesgo propone al Comité de Calificación para las tres emisiones de obligaciones de INMOBILIARIA DEL SOL S.A. MOBILSOL la categoría de riesgo de "AAA".

6. Calificación Final

6.1. Garantía y Resguardos

Garantías

Las Emisiones de Obligaciones fueron estructuradas con garantía general en los términos señalados en el Art. 162 de la Ley de Mercado de Valores y sus Reglamentos. *Basados en el Certificado de los Activos Libres de Gravamen emitido por el Emisor al corte de información a septiembre del 2015, el mismo cumple con la garantía general establecida en la LMV.*

Resguardos

Primera y Segunda Emisión

La Entidad también cumplió con los resguardos estipulados en la resolución del Consejo Nacional de



Valores que son: i) Determinar las medidas orientadas a preservar el cumplimiento de su objeto social o finalidad de las actividades del emisor, tendientes a garantizar el pago de las obligaciones a los inversionistas; ii) No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora; iii) Mantener la relación de los activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido la Codificación de Resoluciones. *Los compromisos mencionados, de acuerdo a la información proporcionada por el Emisor en cuanto a su posicionamiento, rotación de potenciales clientes, objetivos corporativos, cumplimiento de sus obligaciones en las condiciones pactadas inicialmente, no haber caído en mora hasta la fecha del análisis, permiten estimar que los mismos se estaría cumpliendo al corte de información (septiembre del 2015).*

Tercera Emisión

La emisión presenta los resguardos previstos en el Artículo 11, Sección I, Capítulo III, Subtítulo I del Título III de la Codificación del Consejo Nacional de Valores consistentes en: a) 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 0,7, 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 1, entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo; b) No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora, c) Mantener la relación de los activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, de acuerdo a lo indicado en el Artículo 13, Sección I, Capítulo III, Subtítulo I del Título III de la codificación del Consejo Nacional de Valores, e indicado en el párrafo anterior.

A septiembre del 2015, el índice de liquidez fue de 1.13 veces y al cierre 2014 fue de 0.65 veces, ubicándose por ende dentro del rango comprometido; en relación a los activos reales sobre los pasivos, la razón se cumple bajo el supuesto de empresa en marcha, al exponerlo a sensibilización de los activos reales, esta desciende. Hasta el momento la Entidad está al día en el pago de sus obligaciones y finalmente, se corrobora el cumplimiento con el certificado de activos libres de gravamen al corte de septiembre del 2015.

Elementos Adicionales

Además como resguardos indicados para los procesos de emisión individuales, el Emisor se compromete a mantener un límite de endeudamiento referente a los pasivos afectos al pago de intereses de hasta 2 veces al patrimonio de la Compañía, al cierre 2014 dicha razón pasivos generadores de pago de intereses versus patrimonio fue de 0.38 veces y a septiembre del 2015 fue de 0.24 veces, encontrándose dentro del límite financiero establecido.

Acorde a las reformas a la Codificación de las Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores publicada en el Registro Oficial N° 85 del 14 de Noviembre de 2013, respecto a los resguardos previstos en el Artículo 11, Sección I, Capítulo III, Subtítulo I del Título III de la codificación del Consejo Nacional de Valores, específicamente en el primer resguardo el Emisor deberá:

1. 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.

Respecto a éste inciso, el Emisor históricamente ha mantenido un índice de liquidez por debajo de la unidad sin embargo, al corte de septiembre del 2015, llegó a 1.13 veces, cumpliendo con el compromiso mencionado. Por otro lado, ya se comentó sobre el nivel de activos reales sobre los pasivos totales, el cual se cumple bajo el supuesto de Empresa en marcha.

Respecto del Art. 9, Capítulo I, Subtítulo I, Título III de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, el conjunto de valores en circulación del proceso de emisión de obligaciones que mantiene el Emisor no superan el 200% de su patrimonio; a cierre de septiembre del 2015, los saldos de las emisiones de obligaciones en conjunto sumaron US\$8.9 millones, que en relación al patrimonio de la Entidad al mismo corte financiero, llegan a cubrir el 23% del patrimonio, y por ende, está dentro del límite mencionado.

Otra de las consideraciones efectuadas, sobre los activos que respaldan las emisiones es lo relacionado



con las cuentas por cobrar a empresas vinculadas a las que hace referencia el numeral 1.9 del Art. 18, Sección IV, Subtítulo IV, Capítulo III, de la Codificación de Resoluciones. Acorde a la información suministrada por el Emisor, al corte de septiembre del 2015, las cuentas relacionadas registradas bajo el rubro “cuentas por cobrar inter-compañías” sumaron US\$37 mil, monto que representa el 1% de los activos corrientes al corte mencionado.

Las consideraciones efectuadas sobre la calidad de los activos que respaldan la emisión de obligaciones y su capacidad de ser liquidados y si dichos activos incluyen cuentas por cobrar a empresas vinculadas, a las que hacen referencia los numerales 1.8 y 1.9 del Art. 18, Sección IV Calificación de riesgo, Capítulo III, Subtítulo IV de la Codificación de Resoluciones, se han realizado conforme a información proporcionada por el Emisor - entre éstas los Estados Financieros Auditados por Price-Waterhouse Coopers, con número de registro SC-RSC 011.

Los activos totales del Emisor al corte de septiembre del 2015 ascendieron a US\$76.1 millones, sobre los cuales no pesa ningún gravamen de acuerdo a la información remitida por el Emisor. Del activo agregado podemos informar que:

- ❖ US\$1.6 millones corresponden a “Efectivo y equivalentes de efectivo”. Trabajaban con entidades financieras, cuyas calificaciones de riesgo fluctúan entre “AA+” y “AAA-”, de acuerdo a la página web de la Superintendencia de Bancos.
- ❖ US\$760 mil aproximadamente, corresponden a *Cuentas por Cobrar Comerciales - clientes*, grupo que está compuesto por los concesionarios de los locales/oficinas/islas dentro del centro comercial Mall del Sol.
 - De acuerdo al análisis de la antigüedad de la cartera reportado al corte de septiembre, podemos informar que de la cartera, el 61% tiene vencimiento programada entre 0 y 60 días plazo. Y que de la misma cartera, el 40% corresponde a la cartera por VMC Oficinas.
- ❖ US\$113 mil corresponde a *Inventarios*.
- ❖ US\$1.2 millones corresponde a *Propiedad y Equipos*.
- ❖ US\$67.2 millones que corresponden a *Propiedades de Inversión*⁵.

Dada la información mencionada, los miembros del Comité de Calificación consideraron que tanto las garantías como los resguardos de Ley, de los títulos valores objeto de calificación, se presentan conforme los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias, y que los indicadores de liquidez no son un hecho que debe ser monitoreado a pesar de que no afecte la calificación del título valor bajo el supuesto de una empresa en marcha.

6.2. Calificación Final

A pesar de la presencia de nuevos competidores, MALL DEL SOL ha consolidado su posición como el principal centro comercial de la zona norte de la ciudad de Guayaquil, logrando en base a ello tener una ocupación casi total de sus locales, con lo cual está en capacidad de mantener un nivel ingresos que le permite generar un monto de efectivo libre suficiente para cubrir con amplia holgura, los pagos debidos por sus obligaciones financieras. Luego de analizar los factores de riesgo contemplados en la Calificación Preliminar, al igual que las características propias del instrumento, el Comité de Calificación, en base a las potestades que le otorga los artículos 5 y 6 del Título II, Subtítulo IV, Capítulo III, Sección III, de la Codificación de Resoluciones de la Ley de Mercado de Valores, manifiesta su criterio de **mantener a las emisiones de obligaciones de INMOBILIARIA DEL SOL S.A. MOBILSOL en la categoría de riesgo de “AAA”**.

7. Hechos Posteriores

Entre el 30 de septiembre del 2015 y la fecha de emisión del presente informe de calificación de riesgo, la Calificadora de Riesgos no ha sido informada de eventos que en opinión de la Administración de la Compañía, pudieran tener un efecto significativo sobre la calificación de riesgo.

⁵ De acuerdo a la definición del auditado 2014, son inmuebles que serán mantenidos para generar rendimientos como resultado de su concesión en el largo plazo o a través del incremento de su valor o ambos, y que no son ocupadas por la Compañía.



8. Declaración de Independencia

Dando cumplimiento a lo dispuesto en el artículo 190 de la Ley de Mercado de Valores, a nombre de la Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana S. A., y en mi condición de representante legal de la empresa, declaro bajo juramento que ni la calificadora de riesgo, ni sus administradores, miembros del Comité de Calificación, empleados en el ámbito profesional, ni los accionistas, se encuentran incurso en ninguna de las causales previstas en los literales del mencionado artículo.

Además, cabe destacar que la calificación otorgada por la Calificadora a lastres emisiones de Obligaciones de INMOBILIARIA DEL SOL S.A. MOBILSOL no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor, ni implica una garantía de pago del mismo, ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

Ing. Pilar Panchana Ch.
Gerente General

INDICE

<i>PRESENCIA BURSATIL</i>	2
FUNDAMENTACIÓN	3
1. Calificación de la Información	4
2. Análisis de la Capacidad de Pago Histórica	5
2.1. Análisis de la Solvencia Histórica del Emisor	5
2.2. Evaluación de los Riesgos de la Industria	5
2.3. Asignación de la Categoría Básica de Riesgo	10
3. Análisis de la Capacidad de Pago Esperada de la Empresa	10
3.1. Análisis de la Solvencia Proyectada del Emisor	10
3.2. Análisis de la Capacidad de Pago Proyectada	11
3.3. Asignación de la Categoría Corregida	11
4. Análisis de la Calificación Preliminar	11
4.1. Análisis de Indicadores Financieros Adicionales	11
4.1.1. Resultados, Rentabilidad y Eficiencia	11
4.1.2. Estructura Financiera y Endeudamiento Patrimonial	13
4.1.3. Índice de Cobertura Histórica	14
4.1.4. Flujos de Caja y Calce	14
5. Análisis de Factores Cualitativos de la Empresa	15
5.1. Posición de la Empresa en su industria	15
5.2. Características de la Administración y Propiedad	16
Estructura Accionarial	16
5.3. Asignación de Calificación Preliminar	16
6. Calificación Final	16
6.1. Garantía y Resguardos	16
6.2. Calificación Final	18
7. Hechos Posteriores	18
8. Declaración de Independencia	19
ANEXOS	

Anexos

SOCIEDAD CALIFICADORA DE RIESGO LATINOAMERICANA SCRLA S.A.		Fecha: nov/2015				
INMOBILIARIA DEL SOL S.A. MOBILSOL						
En miles de dólares						
		NIIF				
		2011*	2012*	2013*	2014*	2015 - Sept
RESULTADOS, RENTABILIDAD Y EFICIENCIA						
Ingresos		11.964.667	12.796.053	19.415.171	19.704.282	14.413.019
Costo de Ventas		-	-	-	-	-
Utilidad Bruta		11.964.667	12.796.053	19.415.171	19.704.282	14.413.019
Gastos Administrativos y Generales		-4.733.733	-4.929.423	-11.043.072	-9.747.469	-6.659.505
Gastos de Venta		-1.609.951	-1.326.685	-1.572.291	-1.246.732	-1.148.470
Utilidad Operativa		5.620.983	6.539.945	6.799.808	8.710.081	6.605.044
Gastos Financieros		-1.295.473	-1.380.885	-1.206.002	-1.032.633	-662.448
Otros Ingresos (Egresos) Netos		595.342	340.558	584.038	66.649	-673.717
Utilidad Antes de Pago Impuestos y Particip.		4.920.852	5.499.618	6.177.844	7.744.097	5.268.879
Participación Empleados		-738.128	-754.950	-881.055	-1.161.614	-
Impuesto a la Renta		-981.695	-1.378.658	-1.365.548	-758.741	-
Utilidad Neta		3.201.029	3.366.010	3.931.241	5.823.742	5.268.879
EBITDA		6.634.307	7.625.264	8.019.419	9.650.670	7.547.280
% de variación nominal Ingresos		14,13%	6,95%	51,73%	1,49%	
% de variación real Ingresos		9,42%	2,68%	47,74%	-1,61%	
Margen Bruto		100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Gastos Administrativos y Generales / Ventas		39,56%	38,52%	56,88%	49,47%	46,20%
Gastos de Venta / Ventas		13,46%	10,37%	8,10%	6,33%	7,97%
Gasto Operativos / Ventas		53,02%	48,89%	64,98%	55,80%	54,17%
Margen Operativo		46,98%	51,11%	35,02%	44,20%	45,83%
Otros Ingresos (Egresos) Netos/ Ventas		4,98%	2,66%	3,01%	0,34%	-4,67%
Margen Neto		26,75%	26,31%	20,25%	29,56%	36,56%
Margen EBITDA		55,45%	59,59%	41,30%	48,98%	52,36%
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual		12,70%	12,97%	15,10%	19,48%	
Retorno sobre Activo Promedio Ajustados (ROA) Anual		4,09%	4,30%	5,19%	7,76%	

SOCIEDAD CALIFICADORA DE RIESGO LATINOAMERICANA SCRLA S.A.					Fecha:	nov/2015
INMOBILIARIA DEL SOL S.A. MOBILSOL						
En miles de dólares						
	NIIF					
	2011*	2012*	2013*	2014*	2015 - Sept	
ESTRUCTURA FINANCIERA Y ENDEUDAMIENTO PATRIMONIAL						
Caja y Equivalentes de Caja	1.341.738	739.498	1.066.196	4.631.482	1.594.747	
Deudores	306.256	925.724	822.419	624.566	759.606	
Existencias	92.226	178.025	149.375	104.995	113.298	
Activo Fijo	68.889.390	67.935.636	43.814.440	43.821.122	43.303.518	
Otros Activos Corrientes	1.238.897	1.930.334	1.086.586	798.234	1.708.809	
Otros Activos No Corrientes	4.528.217	4.119.841	28.742.276	28.777.224	28.609.060	
ACTIVOS TOTALES	76.396.724	75.829.058	75.681.292	78.757.623	76.089.038	
Pasivo Financiero C/P	3.903.602	4.299.123	3.490.257	1.423.243	360.152	
Pasivo Financiero L/P (incluye Porción Corriente)	11.318.721	7.607.320	8.096.513	10.921.167	8.839.830	
Pasivos con Proveedores	875.008	816.626	796.140	410.316	1.203.086	
Otros Pasivos Corrientes	4.731.612	5.611.625	4.640.235	4.932.860	1.514.993	
Otros Pasivos No Corrientes	28.754.336	32.404.671	31.666.621	28.274.852	26.107.274	
PASIVOS TOTALES	49.583.279	50.739.365	48.689.766	45.962.438	38.025.335	
PATRIMONIO	26.813.445	25.089.694	26.991.526	32.795.185	38.063.702	
Capital de trabajo comercial	-476.526	287.123	175.654	319.245	-330.182	
Capital de trabajo	-2.627.503	-2.654.670	-2.311.799	816.101	1.458.381	
Activos Fijos	68.889.390	67.935.636	43.814.440	43.821.122	43.303.518	
Otros Activos y Pasivos no corrientes	-24.226.119	-28.284.830	-2.924.345	502.372	2.501.786	
ACTIVOS AJUSTADOS TOTALES	42.035.768	36.996.136	38.578.296	45.139.595	47.263.685	
Deuda Bancaria C.P.	3.903.602	4.299.123	3.490.257	1.423.243	360.152	
Obligaciones Financieras L.P. (Incluye Porción Corriente)	11.318.721	7.607.320	8.096.513	10.921.167	8.839.830	
TOTAL PASIVOS CON COSTO	15.222.323	11.906.443	11.586.770	12.344.410	9.199.982	
TOTAL INVERSIONES EN ACCIONES	26.813.445	25.089.694	26.991.526	32.795.185	38.063.702	
TOTAL CAPITAL INVERTIDO	42.035.768	36.996.137	38.578.296	45.139.595	47.263.684	
Deuda Financiera / Capital invertido	36,21%	32,18%	30,03%	27,35%	19,47%	
Inversiones en acciones / Capital invertido	63,79%	67,82%	69,97%	72,65%	80,53%	
Deuda Financiera / Patrimonio	0,57	0,47	0,43	0,38	0,24	
Deuda Financiera / EBITDA	2,29	1,56	1,44	1,28	1,22	
Pasivos C.P./Deuda Financiera	25,64%	36,11%	30,12%	11,53%	3,91%	
Pasivos L.P./Deuda Financiera	74,36%	63,89%	69,88%	88,47%	96,09%	
Deuda Financiera / Activos	19,93%	15,70%	15,31%	15,67%	12,09%	
Deuda Financiera / Activos Ajustados	36,21%	32,18%	30,03%	27,35%	19,47%	
Capital de trabajo comercial / Ventas	-0,04	0,02	0,01	0,02	-0,02	
Ventas / Capital de trabajo	-25,11	44,57	110,53	61,72	-43,65	
Ventas / Activos Ajustados	0,28	0,35	0,50	0,44	0,30	
Ratio de liquidez	0,29	0,32	0,29	0,65	1,13	
CxC días	9	26	15	12	19	

SOCIEDAD CALIFICADORA DE RIESGO LATINOAMERICANA SCRLA S.A.					Fecha:	nov/2015
INMOBILIARIA DEL SOL S.A. MOBILSOL						
En miles de dólares						
	2011*	2012*	2013*	2014*	2015 - Sept	
CAPACIDAD DE GENERACIÓN DE FLUJOS Y COBERTURA						
Flujo Depurado Ajustado	7.648.880	8.258.212	8.573.248	9.683.995		
Activos Promedio Ajustados	78.307.963	78.323.479	75.746.302	75.056.903		
% Rent. Act. Prom. Ejerc:	9,77%	10,54%	11,32%	12,90%		
Rentabilidad Histórica Promedio						12,91%
Activos bajo NIIF a Septiembre 30, 2015 (\$):						74.117.940
Flujo Depurado Histórico						9.567.025
Deuda Financiera (incluyendo nueva emisión)						9.566.426
Cobertura Financiera Histórica						17,90
D.P.D.						1,10
CAPACIDAD DE GENERACIÓN DE FLUJOS Y COBERTURA PROYECTADA						
	AÑO 1	AÑO 2	AÑO 3	AÑO 4	AÑO 5	AÑO 6
Flujo Depurado Proyectado	4.701.725	4.731.567	4.761.742	4.792.255	4.823.107	4.854.303
Activos Promedio	79.113.380	83.555.914	88.040.110	92.543.666	97.067.949	101.612.674
% Rent. Act. Prom. Ejerc:	5,94%	5,66%	5,41%	5,18%	4,97%	4,78%
Deuda Financiera Proyectada	9.830.261	10.387.104	10.951.505	11.518.317	12.087.716	12.659.724
Cobertura Financiera Proyectada	16,17					
D.P.D. Proyectado	1,11					
CAPACIDAD DE GENERACIÓN DE FLUJOS Y COBERTURA PROYECTADA - ESCENARIO 1						
	AÑO 1	AÑO 2	AÑO 3	AÑO 4	AÑO 5	AÑO 6
Flujo Depurado Proyectado	4.249.879	4.262.589	4.275.385	4.288.267	4.301.235	4.314.291
Activos Promedio	78.686.876	82.560.692	86.459.872	90.359.676	94.261.282	98.164.164
% Rent. Act. Prom. Ejerc:	5,40%	5,16%	4,94%	4,75%	4,56%	4,39%
Deuda Financiera Proyectada	9.794.295	10.279.843	10.771.116	11.262.449	11.753.990	12.245.734
Cobertura Financiera Proyectada	14,01					
D.P.D. Proyectado	1,23					
CAPACIDAD DE GENERACIÓN DE FLUJOS Y COBERTURA PROYECTADA - ESCENARIO 2						
	AÑO 1	AÑO 2	AÑO 3	AÑO 4	AÑO 5	AÑO 6
Flujo Depurado Proyectado	4.026.830	4.024.391	4.021.962	4.019.543	4.017.134	4.014.735
Activos Promedio	78.467.593	82.042.506	85.626.805	89.194.640	92.747.234	96.284.023
% Rent. Act. Prom. Ejerc:	5,13%	4,91%	4,70%	4,51%	4,33%	4,17%
Deuda Financiera Proyectada	9.775.887	10.224.202	10.676.338	11.126.380	11.574.482	12.020.638
Cobertura Financiera Proyectada	13,16					
D.P.D. Proyectado	1,31					