

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO  
EMISIÓN DE OBLIGACIONES DE CORTO PLAZO O PAPEL COMERCIAL - DEXICORP S.A.

Quito - Ecuador

Sesión de Comité No. 211/2014, del 30 de diciembre de 2014.

Información Financiera cortada al 31 de octubre de 2014.

Analista: Ing. Xavier Espinosa S.

[xavier.espinosa@classrating.ec](mailto:xavier.espinosa@classrating.ec)

[www.classinternationalrating.com](http://www.classinternationalrating.com)

**DEXICORP S.A.**, es una empresa que se dedica a la adquisición de inmuebles con la finalidad de arrendar los mismos a otras compañías que operan en diferentes sectores económicos, incluyendo a compañías relacionadas que forman parte del Grupo KFC.

**Nueva**

### Fundamentación de la Calificación

El Comité de Calificación reunido en sesión No. 211/2014 del 30 de diciembre de 2014 decidió otorgar la calificación de **"AAA-"** (Triple A menos) a la Emisión de Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial – DEXICORP S.A. por un monto de cuatro millones cuatrocientos mil dólares (USD 4'400.000,00).

**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 sobre la probabilidad que un determinado instrumento sea pagado en las condiciones prometidas en el contrato de emisión. Son opiniones fundamentadas sobre el riesgo relativo de los títulos o valores. Se debe indicar que, de acuerdo a lo dispuesto por el Consejo Nacional de Valores, 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 proviene de fuentes oficiales. 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 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 presente Calificación de Riesgos tiene una vigencia de seis meses o menos de seis meses si la calificadora decide revisarla en menor tiempo.

La calificación otorgada a la Emisión de Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial – DEXICORP S.A. se fundamenta en:

### Sobre el Emisor:

- DEXICORP S.A. es una compañía que se dedica principalmente a la adquisición de inmuebles, con el fin de ponerlos en arrendamiento, posee alrededor de veinte edificaciones ubicadas principalmente en la ciudad de Quito, y otras pocas en la ciudad de Guayaquil. En términos monetarios al 31 de octubre de 2014, DEXICORP S.A. registra en su Estado de Situación Financiera una suma de USD 24,81 millones como Propiedad de Inversión neta<sup>1</sup>.
- Así mismo es importante destacar que DEXICORP S.A. es una compañía que forma parte del Grupo KFC, lo cual evidencia un respaldo sobre el negocio generado.
- Entre sus clientes se encuentran empresas pertenecientes a diferentes sectores económicos del país. DEXICORP S.A. arrienda inmuebles a compañías que desarrollan actividades relacionadas con la prestación de servicios logísticos y asesoramiento, con la venta al por mayor de productos diversos para el consumidor, con la comercialización de alimentos, entre otros.

<sup>1</sup> Son propiedades mantenidas ya sea para ser explotadas en régimen de arriendo o bien para obtener una plusvalía en su venta como consecuencia de los incrementos que se produjeran a futuro en sus respectivos precios de mercado.

- Con fecha 07 de enero de 2013, ante el Notario Segundo del Cantón Quito, DEXICORP S.A. suscribió la Escritura de Aumento de Capital y Reforma de Estatutos, en la cual la compañía determinó aumentar su capital suscrito en USD 19.200,00 a través de la emisión de nuevas acciones y con la capitalización de una parte de los valores correspondientes a utilidades registradas en la cuenta Resultados de años anteriores. Posteriormente, con fecha 09 de septiembre de 2013, mediante Escritura Pública celebrada ante el Notario Segundo del Distrito Metropolitano de Quito, DEXICORP S.A. realizó un nuevo aumento de capital suscrito, el cual fue aprobado por la Superintendencia de Compañías el 13 de noviembre de 2013, bajo resolución No. SC.II.DJCPT.E.Q.13.005546, llegando a registrar en sus balances al 31 de diciembre de 2013 la suma de USD 4'000.000,00 como capital social, monto que se mantiene igual al 31 de octubre de 2014.
- Por otro lado se debe destacar que los ingresos ordinarios de la compañía presentaron una tendencia creciente a lo largo de los ejercicios económicos analizados, pasando de USD 3,30 millones en el 2010 a USD 4,39 millones en el año 2013 (USD 4,15 millones a octubre de 2014), producto principalmente del incremento en los valores de arriendo de los inmuebles. Estos ingresos permitieron cubrir adecuadamente los gastos operacionales en los que incurrió DEXICORP S.A., generando una utilidad operativa que a diciembre de 2013 alcanzó USD 2,51 millones (57,16% de los ingresos ordinarios), superando de esta manera lo presentado en los años anteriores cuando totalizaron USD 2,34 millones (año 2012), USD 2,27 millones (año 2011), y USD 2,10 millones (año 2010), lo que demuestra un adecuado manejo sobre sus gastos operativos. Para octubre de 2014, la utilidad operativa alcanzó una suma de USD 2,64 millones, la misma que significó el 63,57% de los ingresos de la compañía, evidenciando un incremento frente a lo arrojado en octubre de 2013 (59,98% de las ventas).
- Se debe indicar además que el elemento determinante en el volumen de ingresos de la compañía es el rubro "arriendos", es así que al 31 de diciembre de 2013 los ingresos por arriendos alcanzaron una suma de USD 4,20 millones, significando el 95,50% del total de los ingresos ordinarios (85,94% a octubre de 2014), mientras que el 4,50% restante perteneció a los ingresos por servicios (14,06% de los ingresos ordinarios a octubre de 2014).
- Durante el periodo analizado DEXICORP S.A., ha financiado sus operaciones con pasivos (deuda con costo), lo que determinó que incurra en gastos financieros, sin embargo, su importante margen operacional le ha permitido cubrir dichos gastos de forma adecuada. Es así que los gastos financieros registrados a lo largo del periodo bajo análisis, presentaron una tendencia descendente en relación a los ingresos ordinarios, pasando de significar el 28,58% para el año 2010 a un 15,74% a diciembre de 2013. Para octubre de 2014 los gastos financieros presentaron un incremento respecto a octubre de 2013, ya que pasaron de 15,48% a 19,65% en su participación sobre los ingresos ordinarios, derivado del incremento de la deuda financiera de la empresa.
- La compañía presenta una utilidad neta creciente, que evoluciona de USD 0,68 millones en el año 2010 a USD 1,84 millones en diciembre de 2012, siendo este último monto el que superó lo registrado en todos los periodos anteriores. Para diciembre de 2013, la utilidad neta alcanzó una suma de USD 1,27 millones, que representó el 28,94% de los ingresos ordinarios, valor inferior a lo registrado en diciembre de 2012 (44,47% de los ingresos), lo que obedece a un leve incremento registrado en sus gastos operacionales, lo cual mermó su margen operativo y consecuentemente su resultado. Para octubre de 2014, la utilidad antes de impuestos alcanzó una suma de USD 1,77 millones, que representó el 42,67% de los ingresos ordinarios; valor superior a lo registrado en octubre de 2013 (38,28% de los ingresos, con un valor de USD 1,34 millones), lo que obedece al comportamiento de su margen operacional, el mismo que cubrió en forma adecuada los gastos de la compañía.
- A diciembre de 2013, los activos totales de DEXICORP S.A. sumaron USD 35,82 millones, monto que demostró un incremento significativo frente a lo registrado en el 2012 (+78,85%) producto del aumento en las cuentas por cobrar comerciales a relacionadas y en menor porción por el incremento del rubro propiedad en inversión. A octubre de 2014 los activos totales presentaron un crecimiento del 11,11% con respecto a lo registrado al 31 de octubre de 2013, al alcanzar una suma de USD 39,13 millones (USD 35,22 millones en octubre de 2013), esto gracias a un interesante crecimiento de los activos corrientes. Se debe mencionar además que los activos de la compañía históricamente han estado conformados principalmente por activos no corrientes, específicamente por Propiedad de inversión (71,43% del total de activos a diciembre de 2013 y 63,39% del total de activos a octubre de 2014), lo que demuestra el giro del negocio.
- Los pasivos de DEXICORP S.A. al 31 de diciembre de 2013 sumaron USD 20,71 millones, financiando el 57,83% de los activos totales, mismos que estuvieron conformados principalmente por deuda financiera, la

cual ascendió a USD 12,75 millones (35,59% de los activos totales), valores en circulación con un valor de USD 7,40 millones (20,65% de los activos totales), entre otras cuentas con menor participación. Para octubre de 2014 los pasivos totalizaron USD 22,25 millones, los cuales financiaron el 56,85% del total de activos. Es importante mencionar que el pasivo creció producto del incremento en los pasivos corrientes, específicamente por la emisión de obligaciones de corto plazo por USD 7,50 millones.

- El patrimonio de la compañía sumó USD 15,10 millones a diciembre de 2013 (financiando un atractivo 42,17% de los activos totales), monto que refleja un interesante incremento frente a lo establecido en año previo (USD 4,80 millones) producto del importante incremento en la cuenta resultados acumulados y adopción de NIIF's, lo que le permitió financiar un importante 27,45% de los activos totales. Para octubre de 2014 el patrimonio de la compañía alcanzó una suma de USD 16,89 millones, monto que financió el 43,15% de los activos.
- Es importante destacar que el capital social de la compañía financió un interesante 11,17% de los activos al cierre de 2013 (10,22% a octubre de 2014), lo que demuestra el compromiso de los accionistas sobre la continuidad del negocio. Esto adquiere gran relevancia por cuanto hasta el año 2012 este rubro financió un insignificante 0,004% de los activos totales.
- DEXICORP S.A. registra una estructura de financiamiento en la que prevalecen sus pasivos, los mismos que frente al patrimonio han determinado un indicador de apalancamiento de 3,17 veces al 31 de diciembre de 2012, sin embargo con el fortalecimiento del patrimonio para diciembre de 2013 este indicador varía significativamente a 1,37 veces y 1,32 veces a octubre de 2014.
- DEXICORP S.A. maneja indicadores de liquidez por debajo de la unidad, debido a la carga de pasivos corrientes a lo largo del periodo bajo análisis; así, al 31 de diciembre de 2013, la razón circulante se ubicó en 0,93 veces, siendo este el rubro más alto frente a lo establecido históricamente, con un total de activos corrientes de USD 10,10 millones y pasivos de corto plazo por USD 10,90 millones. Para octubre de 2014, la razón circulante se registró en 1,17 veces, lo que demuestra una mejoría, sobre todo por ubicarse sobre la unidad. La continuidad en la dinamización del negocio le permitiría a la empresa incrementar recursos a corto plazo, que eventualmente le permitirían cubrir sus obligaciones a corto plazo y mantener un capital de trabajo neto positivo.
- DEXICORP S.A. presenta un EBITDA al 31 de diciembre de 2013 igual a USD 3,10 millones (70,48% de los ingresos ordinarios), el cual disminuyó respecto al EBITDA del año 2012, que fue de USD 3,30 millones, a pesar de esto todavía se evidencia una tendencia adecuada de los fondos propios de la compañía para cubrir sus compromisos con costo. Situación diferente se presenta a octubre de 2014, cuando el EBITDA acumulado mostró un comportamiento creciente en términos absolutos, puesto que pasó de USD 2,97 millones (85,20% de los ingresos ordinarios) en octubre de 2013 a USD 3,37 millones (81,30% de los ingresos ordinarios) a octubre de 2014, lo cual fue originado a su vez por el incremento en los ingresos y una leve reducción en la participación de los gastos operacionales sobre los ingresos, generando de esta manera un aumento en su margen operacional.
- Al 31 de diciembre de 2012, la relación de los pasivos frente al EBITDA establece que el total de sus obligaciones podrían ser canceladas en un lapso aproximado de 4,61 años, mientras que para diciembre de 2013 sube a 6,69 años (6,36 años a octubre de 2014); entre tanto, su deuda financiera podría rescindirse en 2,06 años en diciembre de 2012 y en 4,12 años en diciembre de 2013 (4,76 años a octubre de 2014).

## Sobre la Emisión:

- Con fecha 20 de noviembre de 2014, la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de DEXICORP S.A., resolvió aprobar y autorizar por unanimidad que la compañía emita una Emisión de Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial por un monto de hasta USD 7,50 millones, sin embargo se debe indicar que la compañía decidió emitir un monto de USD 4,40 millones.
- Posteriormente con fecha 21 de noviembre de 2014, DEXICORP S.A. como Emisor, AVALCONSULTING CÍA. LTDA. en calidad de Representante de los Obligacionistas suscribieron el contrato de Emisión de Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial.
- La Emisión de Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial se encuentra respaldada por una garantía general, por lo tanto, el emisor está obligado a cumplir con los resguardos que señala la Codificación de las Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores, los mismo que se detallan a continuación:

- ✓ 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 exigibles deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.
- ❖ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
- ❖ Mantener, durante la vigencia del programa, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 2, Sección I, Capítulo IV, Subtítulo I, Título III, de la Codificación de las Resoluciones del C.N.V.
- Al 31 de octubre de 2014, DEXICORP S.A., registró un monto total de activos menos las deducciones señaladas en la normativa por USD 21,39 millones, siendo el 80% de los mismos la suma de USD 17,12 millones, el cual constituye el monto máximo que podría emitir la compañía. Dicho valor genera una cobertura de 3,89 veces sobre la Emisión de Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial por USD 4,40 millones, lo cual se encuentra dentro de los parámetros establecidos en la normativa.
- Las proyecciones realizadas por el estructurador financiero del proceso, indican y pronostican la disponibilidad de fondos para atender el servicio de la deuda adicional con la que contará la compañía luego de emitir los valores, una vez que el proceso sea autorizado por el ente de control.

## Riesgos Previsibles en el Futuro

La categoría de calificación asignada según lo establecido en el numeral 1.7 del Artículo 18 del Capítulo III del Subtítulo IV del Título II, de la Codificación de la Resolución del C.N.V. 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, siendo que el estado de las mismas podría verse afectado total o parcialmente por eventos fuera de control y predictibilidad de DEXICORP S.A., específicamente eventos de tipo siniestro como incendios, inundaciones, terremotos, etc., situación que se encuentra mitigada toda vez que las propiedades en cuestión se encuentran debidamente aseguradas, considerando además 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.
- 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.
- Escenarios económicos adversos que afecten la capacidad de pago de los clientes a los que DEXICORP 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), en donde se le exige al arrendatario informar con 3 meses de anticipación su salida, por lo que DEXICORP S.A. posee el tiempo suficiente para volver a alquilar la propiedad.

Según lo establecido en el numeral 1.8 del Artículo 18, Subsección IV.ii, Sección IV, Capítulo III, Subtítulo IV del Título II, de la Codificación de la Resolución del C.N.V., 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 de Obligaciones de Corto Plazo o Papel Comercial - DEXICORP S.A. son: Propiedad, planta y equipo, Cuentas por Cobrar Clientes locales, Propiedades de inversión, por lo que los riesgos relacionados a estos podrían ser los siguientes:

- La propiedad planta y equipo y propiedades de inversión de la empresa que respaldan la emisión podrían estar sujetos a riesgos relacionados con el mal uso, falta de mantenimiento, o eventos ajenos y fuera de

control de DEXICORP S.A., como es el caso de incendios, u otros similares. No obstante, con la finalidad de mitigar lo mencionado la compañía posee pólizas de seguros con LIBERTY SEGUROS.

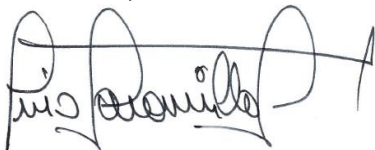
- Políticas estatales o mayor crédito del sistema financiero tendientes a facilitar el financiamiento de galpones para el sector empresarial, podrían disminuir el mercado objetivo de la compañía si sus clientes optaren por adquirir sus propias instalaciones.
- Cambio en regulaciones respecto a la ubicación de plantas industriales, con la consecuente prohibición de permanecer las instalaciones en sectores declarados no industriales, podría impedir el normal desarrollo de la actividad de la compañía.
- Un riesgo que podría mermar la calidad de las cuentas por cobrar clientes locales que respaldan la emisión son escenarios económicos adversos en el sector en el que operan los clientes de la empresa, y que afecten su capacidad para cumplir los compromisos adquiridos con la compañía.
- Una concentración en los servicios de arrendamiento en determinados clientes podría disminuir la atomización de las cuentas por cobrar y por lo tanto crear un riesgo de concentración.
- Finalmente, los activos que respaldan la presente emisión tendrían un grado bajo para ser liquidado, por lo que su liquidación podría depender de que la empresa esté normalmente operando, así como del normal proceso de recuperación y cobranza de la cartera dentro de los términos, condiciones y plazos establecidos en cada una de las cuentas por cobrar, mientras que en lo que respecta a la propiedad planta y equipo y propiedades de inversión, su liquidación dependería de las condiciones del mercado y su liquidez.

Según lo establecido en el numeral 1.9 del Artículo 18, Subsección IV.ii, Sección IV, Capítulo III, Subtítulo IV del Título II, de la Codificación de la Resolución del C.N.V., las consideraciones de riesgo cuando los activos que respaldan la emisión incluyan cuentas por cobrar a empresas vinculadas, se encuentran en los aspectos que se señalan a continuación:

Se debe indicar que según lo reportado por la administración de la compañía, dentro de las cuentas por cobrar de DEXICORP S.A. que respaldan la presente emisión, al 31 de octubre de 2014 se registra una suma de USD 1.395,43 como cuentas por cobrar a tres empresas vinculadas (INT. FOOD SERVICES CORP., GERENSA y Deli International), por lo que los riesgos asociados a estas podrían ser:

- Las cuentas por cobrar a relacionadas significan apenas el 0,007% del monto total de los activos que respaldan la emisión, y el 0,004% de los activos totales de la empresa, por lo que su afectación sobre el respaldo de la emisión es mínimo.
- El crédito que se les otorga a las empresas vinculadas responde más a la relación de vinculación que tiene sobre la empresa emisora que sobre aspectos técnicos crediticios, por lo que un riesgo puede ser la no recuperación de las cuentas por cobrar dentro de los plazos establecidos.
- Escenarios económicos adversos pueden afectar la recuperación de las cuentas por cobrar a empresas vinculadas locales e internacionales, sin embargo esto no causaría un efecto dominó sobre la empresa emisora, dado que los valores reportados como cuentas por cobrar a relacionadas no tienen mayor peso dentro de los activos totales.

Atentamente,



Econ. Luis R. Jaramillo Jiménez MBA  
**GERENTE GENERAL**