

Resumen Calificación Segunda Emisión de Obligaciones (Estados Financieros noviembre 2017)**ICESA S.A.****Calificación****Mariana Ávila**
Subgerente de Análisis
mavila@icredelecuador.com**Hernán López**
Gerente General
hlopez@icredelecuador.com

Instrumento	Calificación	Tendencia	Acción de Calificación	Metodología
Segunda Emisión de Obligaciones	AA	+	Revisión	Calificación de Obligaciones

Definición de categoría

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

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

Fundamentos de Calificación

ICRE del Ecuador Calificadora de Riesgos S.A., en comité No. 11-2018, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M. el día 31 de enero de 2018; con base en los Estados Financieros Auditados de los periodos 2014, 2015 y 2016, con sus respectivas notas, estados financieros internos, proyecciones financieras, estructuración de la Emisión y otra información relevante con fecha noviembre 2017, califica en Categoría AA (+), a la Segunda Emisión de Obligaciones ICESA S.A.

La calificación se sustenta en el prestigio y trayectoria del Emisor que le han permitido mantenerse como referente en su segmento, permitiéndole tener un crecimiento sostenido en los últimos tres años. Al respecto:

- El sector comercial al cual pertenece la compañía ha venido recuperándose paulatinamente desde inicios del 2017, recuperando volúmenes de ventas similares a años anteriores.
- El Emisor cuenta con una vasta trayectoria y prestigio en el mercado nacional e internacional que, aunado a una estructura administrativa y financiera que se está afianzando, potencia el buen funcionamiento de la

compañía que proyecta implementar cambios positivos para la empresa como Prácticas de Gobierno Corporativo.

- En lo que respecta a su posición financiera, la compañía presenta buenos índices de liquidez, además, se ha adecuado a la realidad del mercado lo que le ha permitido incrementar su nivel de ventas frente al mismo periodo del año pasado, a pesar de haber asumido ciertos costos.
- La Emisión bajo estudio está adecuadamente instrumentada, cumple con todos los requerimientos formales en su estructuración y contempla un límite de endeudamiento referente a los pasivos afectos al pago de intereses de hasta 3 veces el patrimonio de la compañía.
- Los flujos proyectados por el estructurador financiero y estresados por ICRE del Ecuador Calificadora de Riesgos S.A. son más que suficientes como para permitir a la empresa cumplir con todas las obligaciones derivadas de esta Emisión y con los demás requerimientos propios de su operación normal.

Objetivo del Informe y Metodología

El objetivo del presente informe es entregar la calificación de la Segunda Emisión de Obligaciones de ICESA S.A., como empresa dedicada a la comercialización de electrodomésticos y otros, a través de un análisis detallado tanto cuantitativo como cualitativo de la solvencia, procesos y calidad de cada uno de los elementos

que forman parte del entorno, de la compañía en sí misma y del instrumento analizado.

ICRE del Ecuador Calificadora de Riesgos S.A., a partir de la información proporcionada, procedió a aplicar su metodología de calificación que contempla dimensiones cualitativas y cuantitativas que hacen referencia a diferentes aspectos dentro de la calificación. La opinión de ICRE del Ecuador Calificadora de Riesgos S.A. respecto a éstas, ha sido fruto de un análisis realizado mediante un set de parámetros que cubren: sector y posición que ocupa la empresa, administración de la empresa, características financieras de la empresa y garantías y resguardos que respaldan la Emisión.

Conforme el Artículo 12, Sección I, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, la calificación de un instrumento o de un emisor no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo, ni la estabilidad de su precio sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste. Es por lo tanto evidente que la ponderación máxima en todos los aspectos que se analicen tiene que ver con la solvencia del Emisor para cumplir oportunamente con el pago de capital, de intereses y demás compromisos adquiridos por la empresa de acuerdo con los términos y condiciones del Prospecto de Oferta Pública, de la respectiva Escritura Pública de Emisión y de más documentos habilitantes. Los demás aspectos tales como sector y posición de la empresa calificada en la industria, administración, situación financiera y el cumplimiento de garantías y resguardos se ponderan de acuerdo con la importancia relativa que ellas tengan al momento de poder cumplir con la cancelación efectiva de las obligaciones.

ICRE del Ecuador Calificadora de Riesgos S.A., guarda estricta reserva de aquellos antecedentes proporcionados por la empresa y que ésta expresamente haya indicado como confidenciales. Por otra parte, ICRE del Ecuador Calificadora de Riesgos S.A. no se hace responsable por la veracidad de la información proporcionada por la empresa.

La información que sustenta el presente informe es:

- Entorno macroeconómico del Ecuador.
- Situación del sector y del mercado en el que se desenvuelve el Emisor.
- Información cualitativa proporcionada por el Emisor.
- Estructura del Emisor. (perfil de la empresa, estructura administrativa, proceso operativo, líneas de productos, etc.).
- Prospecto de Oferta Pública de la Emisión.
- Escritura Pública de la Emisión.
- Estados Financieros Auditados 2014- 2016, con sus respectivas notas.

- Estados Financieros no auditados con corte de máximo dos meses anteriores al mes elaboración del informe y los correspondientes al año anterior al mismo mes que se analiza.
- Detalle de activos y pasivos corrientes del último semestre.
- Depreciación y amortización anual del periodo 2014-2016.
- Depreciación y amortización hasta el mes al que se realiza el análisis.
- Declaración Juramentada de los activos que respaldan la Emisión con corte a la fecha del mes con el que se realiza el análisis.
- Proyecciones Financieras.
- Reseñas de la compañía.
- Otros documentos que la compañía consideró relevantes.

Con base a la información antes descrita, ICRE del Ecuador Calificadora de Riesgos S.A. analiza lo descrito en el Artículo 19, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera:

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

Emisor

- La Industria Constructora Electrónica S.A. ICESA, fue constituida el 24 de febrero de 1965 en Ecuador. En 1995 la Organización de Ventas Ecuatoriana S.A. ORVE se fusiona por absorción con ICESA, producto de esta fusión se genera una expansión en el mercado, comercializando una nueva línea, la línea blanca. En el mismo año la empresa aumenta su capital y cambia su nombre a ICESA-ORVE S.A. Finalmente el 1 de enero de 2007 la empresa modifica su denominación nuevamente y adquiere el nombre de ICESA S.A.
- La actividad principal que realiza la compañía es la comercialización y distribución de artículos nacionales e importados para el hogar, electrodomésticos, equipos de sonido, entre otros. ICESA S.A. mantiene diversos canales de distribución de sus productos, como son: Almacenes Japón, Orve Hogar, iStore, Samsung Experience Store, HP Store, Home Appliance, entre otros. En la actualidad la empresa opera con más de 564 sucursales a nivel nacional.
- ICESA S.A. tiene por objeto social el dedicarse a la compra-venta, distribución, representación, importación, manufactura y exportación de todo tipo de accesorios y mobiliario para el hogar, artefactos y accesorios para uso doméstico, sean estos eléctricos o no; ventiladores, acondicionadores de aire, equipos de refrigeración y similares, ropa para hombres, mujeres y niños, lencerías y ropa de casa como manteles, sábanas, cobertores, edredones, toallas y todo tipo de ropa de casa y accesorios, entre otros muchos.
- ICESA S.A. no cuenta con sindicatos ni comités de empresa y tampoco presenta conflictos laborales. A la fecha del presente informe, la compañía mantiene 1.621 empleados.
- La compañía no tiene implementadas prácticas de Buen Gobierno Corporativo; sin embargo, la compañía opera en función de su administración, la misma que mantiene reuniones permanentes con el fin de obtener la mayor rentabilidad del negocio.
- ICESA S.A. no cuenta con una clasificación de los principales clientes debido a que la totalidad de las ventas son realizadas a través de los locales comerciales, que se realizan directamente al consumidor final.
- Los principales competidores de ICESA S.A. son: Marcimex, Unicomer de Ecuador (Artefacta), Comandato, Créditos Económicos y La Ganga.
- La compañía incursionó en la comercialización de motocicletas por lo que en el año 2013 crearon "Ensambladora MOTO-ENSAB S.A.", empresa ensambladora de motocicletas, la capacidad de la empresa le permite producir 12.000 motos anuales.
- ICESA S.A. mantiene políticas claras y eficientes sobre cuentas por pagar a proveedores, así como políticas para la liquidación de cuentas por cobrar de clientes.
- La mayor concentración de la cartera está en las cuentas por cobrar al gobierno por el programa de cocinas de inducción impulsado por el Gobierno. Las estrategias de ICESA S.A. están relacionadas al crecimiento y consecuentemente con un mayor posicionamiento en el mercado nacional.
- Las estrategias a mediano plazo son: optimizar los costos de operación, lo cual se logrará con las negociaciones con proveedores por la compra de inventario en relaciones a largo plazo y selección de inventario adquirido que les brinde márgenes convenientes para el negocio.
- Todas estas estrategias están relacionadas por ejes transversales que se enfocan en ser la primera opción de compra, facilitar el día a día, procesos ágiles y una adecuada optimización de recursos.
- Las ventas incrementaron un 9,29% entre el 2014 y el 2015 y un 3,20% entre el 2015 y el 2016. Por otra parte, el costo de ventas se ha mantenido constante en un 64% de participación sobre las ventas. Estos datos demuestran estabilidad en ese rubro, lo que explica que el margen bruto haya pasado de USD 45,34 millones el 2014 a USD 51,36 millones el 2016, y que se haya mantenido.
- Al 31 de diciembre de 2016 los ingresos incluyeron USD 43,89 millones que corresponden a ventas a crédito, las mismas que representaron el 31% del total de ventas anuales (USD 70,44 millones que equivale al 51% del total de ventas al 2015). Además, se fortaleció la venta de productos de inducción con financiamiento del Gobierno, el cual ascendió a USD 58,86 millones, las mismas que representaron el 41% del total de las ventas anuales.
- Como se pudo evidenciar durante el año 2015 se alcanzó la mayor tasa de crecimiento durante el periodo de estudio, coherente con la actividad comercial fruto de la liquidez presente en la economía nacional. El año 2015 se vio influenciado por la implementación de medidas arancelarias a las importaciones y por el fomento a la comercialización de productos de inducción (cambio de la matriz productiva).
- Las medidas proteccionistas influenciaron en el precio de adquisición del inventario, la compañía transfirió el costo al consumidor final (la comercialización en unidades disminuyó).
- Por su parte, la venta de cocinas de inducción al ser una medida propiciada por el Gobierno favoreció el desarrollo de la compañía.
- En el periodo 2015- 2016 las líneas de tecnología y línea blanca ceden su participación a la línea de inducción. Durante el 2016 se evidenció un crecimiento del 3,2% influenciado principalmente por la ya comentada demanda de productos de inducción (40% del total de las ventas).

- El año 2017 se caracterizó por la incertidumbre derivada del posicionamiento del nuevo gobierno. Es así como la línea de inducción perdió fuerza (23% del total de las ventas). A pesar de la reducción progresiva de las tasas arancelarias, se evidenció el crecimiento más bajo durante el periodo de estudio (1,6% hasta diciembre 2017).
- La comparación interanual entre noviembre 2016 y noviembre 2017 muestra un incremento marginal del 0,83% en ventas, alcanzando la suma de USD 127,90 millones.
- El Gobierno (con los subsidios de las cocinas a inducción) y el crédito directo ofrecido a clientes conforman más de las tres cuartas partes del financiamiento de ICESA S.A. a sus clientes.
- De acuerdo con la realidad del 2017, la compañía estableció políticas de descuentos con el fin de mantener el volumen en ventas. Si bien esta política permitió que se mantenga el nivel de ventas, el margen bruto se vio directamente afectado, ya que el costo de ventas absorbió la rotación del inventario.
- El costo de ventas interanual noviembre 2016 a noviembre 2017 presentó un crecimiento del 10,44%, llegando a los USD 87,62 millones, alcanzando 68,50% de las ventas, superior al costo de ventas registrado a noviembre de 2016, que llegó a 62,54%. El costo de ventas sube debido a la disminución en la venta de cocinas de inducción, producto que tiene el mejor margen de contribución de las líneas de negocio.
- La evolución del gasto operativo es variable, ya que al cierre del año 2016 representó el 35% del total de las ventas, llegando a los USD 49,52 millones, un 6,18% más que el cierre del año 2015 que llegó a los USD 46,64 millones. Producto de la estabilidad del costo de ventas y del aumento en los gastos operativos, la utilidad operativa presentó una disminución del 23%, entre el 2015 (USD 5,35 millones) y el 2016 (USD 4,11 millones). La mayor parte del incremento de los gastos operativos corresponde a la pérdida en venta de cartera que se incrementó en más de USD 2 millones entre el año 2015 y el año 2016.
- El margen bruto de acuerdo con el análisis interanual y producto del aumento marginal en ventas y del aumento del costo de ventas pasó de USD 47,52 millones a USD 40,29 millones a noviembre 2017.
- El incremento del 0,81% en gastos de operación en el periodo interanual junto a la mencionada disminución del margen bruto, dio como resultado que la utilidad operativa pase de USD 4,02 millones en noviembre 2016 a una pérdida de USD 1,98 millones en noviembre 2017.
- En cuanto a los gastos financieros, éstos se mantienen en niveles no superiores al 2% de las ventas durante el periodo de análisis. A esto se agregan otros ingresos operacionales, provenientes de publicidad atribuible a las negociaciones con proveedores para publicitar las diferentes marcas dentro de sus locales comerciales, este rubro se sitúa en torno a USD 2 millones durante el periodo de estudio.
- El activo ha aumentado constantemente presentando una variación promedio del 22% entre 2015 y 2016, superando así los USD 93 millones al cierre del año 2016. Este aumento en el activo total fue fruto de un incremento del 23% en el activo corriente, el cual, representó en promedio el 66% del activo total.
- El mencionado incremento del 23% en el activo corriente fue fruto principalmente del incremento de las cuentas por cobrar comerciales, que pasaron de USD 16,7 millones a USD 22,2 millones y de los inventarios que pasaron de USD 19,9 millones a USD 27,8 millones en 2016.
- Las cuentas por cobrar comerciales mantienen un comportamiento coherente con la evolución del negocio, es decir, han mantenido un comportamiento creciente en función del ya señalado incremento en ventas y su consecuente incremento del crédito concedido a los clientes.
- A partir del año 2015, se evidencia un incremento pronunciado en las cuentas por cobrar comerciales conforme las ventas de cocinas de inducción se han ido incrementando. Durante este año la compañía estableció un contrato con el Ministerio de Electricidad y Energía Renovable para la venta de productos de inducción, representando la cartera relacionada a este concepto alrededor del 52% del saldo total de deudores comerciales.
- La política de cobro acordada con el ministerio considera el pago a través de TBC's (Títulos del Banco Central), cuyo plazo de negociación es de 360 días. Para 2015, el saldo por cobrar fue de USD 3,8 millones y para el 2016, el saldo mostró poca variación.
- Las cuentas por cobrar con financiamiento del Gobierno corresponden a ventas de cocinas de inducción. El gobierno cancela periódicamente estas cuentas. Es opinión de ICRE del Ecuador Calificadora de Riesgos S.A. que estos montos no presentan riesgo de incobrabilidad, aunque su reembolso puede tener plazos más prolongados.
- Entre noviembre 2017 y diciembre 2017, se evidencia una mejoría en la recuperación de la cartera comercial y en los saldos vencidos (mayoría de las cuentas vencidas son por concepto de financiamiento Gobierno), esto se debe principalmente a un pago importante por parte del sector público por concepto de abastecimiento de cocinas de inducción.
- Se estima que los montos en mora por más de 30 días son totalmente recuperables sobre la base del comportamiento de cobro histórico y los análisis del riesgo de crédito de sus clientes. Cabe destacar que a la fecha del presente informe la compañía no mantiene cuentas por cobrar relacionadas.
- Para el movimiento de los inventarios hay que tomar en cuenta que el negocio de ICESA S.A. es claramente estacional, siendo los meses de mayo (Día de la Madre), noviembre (Black Friday) y diciembre (Navidad), los meses de mayor actividad comercial.
- La cuenta inventarios presentó una participación del 29,67% sobre el activo total al cierre del año 2016 y del 25,54% a noviembre de 2017.
- Los inventarios decrecen en un 39,62% el 2016, llegando a los USD 27,80 millones, compuestos en su mayor parte por

mercancía disponible para la venta (USD 23,38 millones) e inventarios en tránsito (USD 4,43 millones), lo que se explica por la desaceleración de las ventas, lo que provocó un ciclo mayor de rotación de los inventarios. La tendencia mejora para noviembre 2017; ante un incremento marginal en las ventas y niveles inferiores de existencias. Los inventarios en noviembre 2017 llegan a USD 24,57 millones con una reducción del 2,28% respecto de noviembre de 2016 y del 11,62% respecto de diciembre de 2016. Los días de inventario disminuyen hasta niveles inferiores a los registrados durante el año 2016, llegando a 93 días.

- El activo no corriente representó el 34% del activo total, llegando a los USD 31,78 millones al cierre del año 2016, un 19% más que el año 2015, el aumento obedece a revalorización de las propiedades de la empresa que pasaron de USD 12,25 millones a USD 21,52 millones.
- Durante el periodo de análisis (2014 - 2016) los pasivos del Emisor pasaron de USD 48,95 millones en el 2014 a USD 69,42 millones en el 2016. Las cuentas por pagar comerciales representaron el 23,08% del total del pasivo a diciembre de 2016 (USD 16,02 millones), reflejando una disminución del 34% respecto del valor del 2015 (USD 24,35 millones), producto del incremento de las cuentas por pagar comerciales con relacionadas (USD 4,54 millones). Estas cuentas alcanzaron la suma de USD 12,85 millones en el 2016, que no existían en el 2014 y corresponden a MOTOENSAB S.A., empresa que provee de motos para la venta de ICESA S.A.
- Producto de lo anteriormente mencionado el pasivo corriente se mantuvo estable entre el 2015 (USD 50,59 millones) y el 2016 (50,41 millones), situación que contrasta con el pasivo no corriente que tuvo un incremento entre esos años del 164%, pasando de USD 7,21 millones a USD 19,01 millones.
- Este aumento obedece a que las obligaciones financieras de largo plazo pasaron de USD 5,28 millones a USD 15,11 millones. Considerando, que las obligaciones financieras de corto plazo pasaron de USD 15,79 millones el 2015 a USD 20,5 millones el 2016, el total de obligaciones financieras de la empresa pasó de USD 21,07 millones el 2015 a USD 35,61 millones el 2016. El año 2014 estos pasivos ascendían a la suma de USD 23 millones.
- Los pasivos corrientes al 30 de noviembre de 2017 presentaron una participación del 55,64% de los pasivos totales, siendo las cuentas por pagar comerciales la cuenta más representativa con el 29,34% de participación, llegando a los USD 22,40 millones. Existió una reestructuración de la deuda financiera pasando USD 12,48 millones del corto al largo plazo.
- Por otro lado, los pasivos no corrientes se incrementaron un 129% en relación con noviembre 2016, alcanzando la suma de USD 33,87 millones, USD 19,09 millones más que el mismo periodo anterior. Las obligaciones financieras fue la cuenta más representativa con un 40% de participación. El total de obligaciones financieras, tanto de corto como de

largo plazo, alcanzan la suma de USD 42,64 millones, lo que representó un aumento de USD 7,03 millones desde diciembre de 2016. A noviembre de 2017, las obligaciones con instituciones financieras representaron el 55,85% dentro del pasivo total.

- La deuda financiera de la compañía a noviembre 2017 presenta un incremento de 19,74% respecto a diciembre de 2016. De esta manera, la deuda financiera de corto plazo disminuyó de USD 20,5 millones a diciembre del 2016 a USD 12,49 millones a noviembre 2017. Por otro lado, la deuda de largo plazo incrementa desde USD 15,11 millones en diciembre 2016 a USD 30,16 millones a noviembre 2017. Parte de este incremento representa la Primera Emisión de Obligaciones emitida por la compañía durante el 2017. La compañía busca financiarse a tasas fijas para mitigar la exposición al riesgo de crédito.
- Al mismo tiempo, el apalancamiento con proveedores tanto locales como exteriores ha disminuido (-19% en locales y -52% en exteriores), demostrando de esta forma un mayor apalancamiento en las instituciones financieras. El Emisor se apalanca más a través de deuda financiera que a través de proveedores.
- A noviembre de 2017 las cuentas por pagar a proveedores locales son mayores a las cuentas por pagar exterior, llegando a los USD 13,09 millones y USD 9,31 millones respectivamente.
- El patrimonio ha mantenido un crecimiento del 27% al 2016, llegando a los USD 24,29 millones, el mayor incremento obedece a la ya señalada revalorización de la propiedad, planta y equipo. El capital social se ha mantenido constante y la reserva legal subió en USD 264 mil.
- El patrimonio pasó de financiar el 28,5% de los activos en 2014 a financiar el 25,9% de los activos en 2016 (20,65% para noviembre 2017). Demostrando que la compañía ha optado en financiarse más mediante terceros que mediante recursos propios.
- El capital social representó en el 2016 el 35,54% del patrimonio (43,47% a noviembre de 2017). A noviembre de 2017 decreció el patrimonio en USD 4,42 millones frente a diciembre 2016, fruto de la pérdida registrada en lo que va del periodo, se debe tomar en cuenta que es un negocio en el que el último mes del año compone el mayor volumen del balance.
- El análisis de la combinación de activos corrientes y pasivos corrientes demuestra que el capital de trabajo se mantuvo en números positivos en el periodo 2016 – nov. 2017. En el 2016, se presenta un capital de trabajo de USD 11,52 millones (USD 30,36 millones para noviembre 2017). Debido a que la empresa mantiene niveles de inventario relativamente altos, la prueba ácida tiene valores inferiores al índice de liquidez.
- Durante los últimos años (2014 - noviembre 2017) la liquidez general de la compañía presenta indicadores que rodean a la unidad con una tendencia histórica al alza, tendencia que se

acentúa a noviembre de 2017, específicamente por la reestructuración de la deuda financiera y el incremento en efectivo y equivalentes.

- Por otra parte, el índice de liquidez de los últimos meses muestra valores superiores a la unidad, producto de un incremento en bancos y a la reestructuración de la deuda financiera.

Instrumento

Con fecha 5 de enero de 2018, la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de la compañía ICESA S.A. autorizó la Segunda Emisión de obligaciones por un monto de hasta USD 10.000.000. Según el siguiente detalle:

CLASE	A
Monto	Hasta USD 10.000.000
Plazo	1.440 días
Tasa de interés anual y fija	8,50%
Pago intereses	Trimestral
Pago capital	Semestral

La Emisión está respaldada por Garantía General y amparada por los siguientes resguardos:

LÍMITE DE ENDEUDAMIENTO

Mantener un límite de endeudamiento referente a los pasivos afectos al pago de intereses de hasta 3 veces el patrimonio de la Compañía.

RESGUARDOS DE LEY

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 rendición total de los valores.

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 de la Emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el Artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

Riesgos previsible en el futuro

Según el Literal g, Numeral 1, Artículo 19, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera., ICRE del Ecuador Calificadora de Riesgos S.A. identifica como riesgos previsible asociados al negocio y como riesgos previsible de la calidad de los activos que respaldan la Emisión, los siguientes:

- Riesgo general del entorno económico, que afecta a todo el entorno y que se puede materializar cuando, sea cual fuere el origen del fallo que afecte a la economía, el incumplimiento de las obligaciones por parte de una entidad participante provoca que otras, a su vez, no puedan cumplir con las suyas, generando una cadena de fallos que puede terminar colapsando todo el funcionamiento del mecanismo, por lo que ante el incumplimiento de pagos por parte cualquiera de la empresas se verían afectados los flujos de la compañía. El riesgo se mitiga por un análisis detallado del portafolio y el seguimiento continuo del mismo.
- Promulgación de nuevas medidas impositivas, incrementos de aranceles, restricciones de importaciones u otras políticas gubernamentales que son una constante permanente que generan incertidumbre para el mantenimiento del sector. De esta forma se incrementan los precios de los bienes importados, que afectarían el costo de ventas

de la compañía y por ende a su competitividad. Para mitigar este riesgo, ICESA S.A. cuenta con un portafolio de proveedores locales y del exterior con los cuales mantienen relaciones estables que les permiten negociar condiciones.

- Las regulaciones como los cupos o las normas INEN al momento de realizar la importación de los diferentes productos presentan una barrera, pudiendo afectar la venta de los distintos productos. ICESA S.A. mitiga este riesgo tramitando directamente los certificados entregados por los proveedores, evitando casi por completo los retrasos y complicaciones en el trámite de nacionalización.
- Gran porcentaje de las ventas de ICESA S.A. son realizadas a crédito, pudiendo incurrir en un incumplimiento en los cobros y por lo tanto, en la generación de caja, con la finalidad de reducir el riesgo y tener una mayor diversificación de éste, la compañía cuenta con adecuadas políticas de crédito y con un análisis detallado del cliente.
- Existencia de un riesgo laboral debido al alto número de empleados que mantienen, este riesgo se mitiga por una parte debido a las políticas laborales de la compañía basadas en entrenamiento y cercanía con el personal y que se ajustan a la normativa laboral vigente y por otra parte por la disgregación del personal.

Se debe indicar que los activos que respaldan la Emisión son principalmente propiedad, planta y equipos, inventarios, y cuentas por cobrar. Los activos que respaldan la presente Emisión tienen un alto grado de liquidez, por la naturaleza y el tipo. Al respecto:

- Afectaciones causadas por factores como catástrofes naturales, robos e incendios en los cuales los activos se pueden ver afectados, total o parcialmente, lo que generaría pérdidas económicas a la compañía. El riesgo se mitiga con una póliza de seguros que mantienen sobre los activos.
- Al ser el 25,54% de los activos, correspondientes a inventarios, existe el riesgo que éstos sufran daños, por mal manejo, por obsolescencia o pérdidas, lo que provocaría que la compañía pierda ventas por falta de existencias. La empresa mitiga el riesgo a través de un control permanente de inventarios y controles de calidad de los productos al ingresar a la compañía, evitando de esta forma pérdidas o daños.
- Uno de los riesgos que puede mermar la calidad de las cuentas por cobrar que respaldan la Emisión son escenarios económicos adversos que podrían afectar la capacidad de pago de los clientes a quienes se ha facturado, provocando disminución de flujos propios de la operación. Sin embargo, la diversificación de clientes que mantiene la empresa mitiga este riesgo.
- Una concentración en ingresos futuros en determinados clientes podría disminuir la dispersión de las cuentas por cobrar y por lo tanto crear un riesgo de concentración. Si la empresa no mantiene altos niveles de gestión de recuperación y cobranza, podría generar cartera vencida e incobrabilidad, lo que podría crear un riesgo de deterioro de cartera y por lo tanto de los activos que respaldan la Emisión. La empresa mitiga este riesgo al mantener una aplicación constante de la política de crédito.

En lo indicado por la compañía, no se mantiene cuentas por cobrar a compañías relacionadas, con lo que se da cumplimiento a lo establecido en el Literal e, Numeral 3, Artículo 20, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de

Política y Regulación Monetaria y Financiera, que contempla las consideraciones de riesgo cuando los activos que respaldan la emisión incluyan cuentas por cobrar a empresas vinculadas.

El resumen precedente es un extracto del informe de la revisión de la Calificación de Riesgos de la Segunda Emisión de Obligaciones ICESA, realizado con base a la información entregada por la empresa y de la información pública disponible.

Atentamente,

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