

**ACTUALIZACIÓN DE LA CALIFICACIÓN
DE RIESGO DE LA TERCERA EMISIÓN DE
OBLIGACIONES DE
INDUSTRIA LOJANA DE ESPECERÍAS
ILE C.A.**



Alimentos Sanos y Naturales.

SEPTIEMBRE 2019



CARACTERÍSTICAS

Monto de la emisión:	Hasta por US\$6,000,000.00
Saldo:	US\$ 3,600,000 millones
Saldo:	US\$ 2.15 millones
Plazo:	1,800 días
Tasa de interés:	8% fija (anual)
Amortización de capital e intereses:	Trimestral
Garantías y Resguardos:	Garantía General, Resguardos de Ley
Destino de los fondos:	Los recursos provenientes de la emisión serán utilizados en un 100% para el pago de deudas financieras y de proveedores de un plazo menor o costo mayor.

CALIFICACIÓN ASIGNADA

AAA-

El Comité de Calificación de nuestra institución, en la sesión del 30 de septiembre del 2019, basado en los análisis efectuados por el personal técnico, a partir de la información financiera auditada histórica hasta el 2018; estados financieros internos sin auditar con corte a Julio de 2019, detalle de activos libres de gravamen con el mismo corte interno entre otra información cualitativa y cuantitativa, ha resuelto asignar a la Tercera Emisión de Obligaciones de la compañía **INDUSTRIA LOJANA DE ESPECERIAS ILE C.A.**, por un monto de hasta US 6,000,000 millones, en la categoría de riesgo de "AAA-", definida como:

AAA-¹

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. El signo menos (-) indicará que la calificación podría descender hacia su categoría inmediata inferior.

INSTRUMENTO	Anterior	Sept-19
3era. Emisión	AAA-	AAA-

FUNDAMENTACIÓN

La revisión y aprobación por parte de los técnicos del Fondo Monetario Internacional del cumplimiento de las medidas acordadas en la última carta suscrita, harán posible que el país reciba en el corto plazo los fondos necesarios para mantener estable la economía aun cuando su crecimiento será mínimo en el corto plazo. En este entorno sectores que se encuentran en la base de la pirámide de consumo, como el sector alimenticio serán los que a pesar de las condiciones a nivel agregado, podrán mantener una tasa de crecimiento positiva.

La empresa emisora ILE se mantiene como una de los principales proveedores de aditivos alimenticios del país. Sus ingresos promediaron en los últimos tres años \$27.5 millones, estando en un rango entre \$26.8 millones en el año 2016 y \$27.7 millones en el 2018. Al mes de Julio del presente ejercicio sus ventas suman \$15.6 millones resultantes de la comercialización de un promedio mensual de 717 toneladas de producto final a un precio

¹Dando cumplimiento a lo dispuesto en el artículo 190 de la Ley de Mercado de Valores, a nombre de la Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana SCRL 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 incursos en ninguna de las causales previstas en los literales del mencionado artículo. Además, cabe destacar que la calificación otorgada por la Calificadora, 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. Conforme al Artículo 2, Sección I, Capítulo I, Subtítulo I, Título II El informe de calificación se realizó en base a información proporcionada por el Emisor y obtenida de los Estados Financieros Auditados.

promedio de \$3.12 por kilogramo. 36.2% de los ingresos los genera la línea de pastas, 21.8% la de polvos, 21.0% la de hierbas, 16.9% la de granos, mantecas y pastas, y 4.0% la de aceites.

Al momento el costo de los productos vendidos registra un promedio de 66.8% respecto a ingresos, en tanto que los gastos de administración se encuentran en 11.5% y los de venta en 13.3%, con lo cual el margen de operaciones obtenido está en un nivel de 8.4% y el margen Ebitda se encuentra en 10.9% lo cual al mes de Julio pasado representó un monto de flujo de efectivo generado de \$1.7 millones.

El capital que financia los activos del negocio se encuentra al momento compuesto en 61.3% -equivalente a \$12.5 millones- de deuda con costo y en 38.7% -que representa \$7.9 millones- de inversión accionarial. Los \$20.4 millones que suma el capital invertido han sido aplicados para financiar &17.7 millones de inversión en activos fijos y otros de largo plazo, con lo cual la empresa dispone de un fondo de maniobra de \$2.7 millones. Siendo las necesidades de fondos que demanda el capital de trabajo de \$5.4 millones, el emisor ha debido recurrir a un endeudamiento de corto plazo que asciende a un total de \$2.7 millones. La firma mantiene un adecuado nivel de liquidez con un ciclo de efectivo que actualmente es de 106 días.

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 AA+

La emisión fue estructurada con garantía general y cuenta con los resguardos indicados en la Ley de Mercado de Valores y su reglamento, cumpliendo con los mismos a la fecha de corte de información.

La posición de liderazgo que mantiene en el sector en que participa le permite a la firma emisora asegurar un nivel de ingresos con el cual está en capacidad, gracias a una eficiente gestión operacional, de generar suficiente efectivo libre para cubrir con amplia holgura, los pagos debidos por las obligaciones financieras que componen su estructura financiera, entre ellas las originadas en los títulos sujetos al proceso de actualización.

Los miembros del Comité de Calificación luego de revisar los factores de riesgo cuantitativos y cualitativos presentados en el informe preliminar, y habiendo considerado las características propias del instrumento, se pronuncian por asignar a la Tercera Emisión de Obligaciones de la compañía **INDUSTRIA LOJANA DE ESPECERÍAS ILE C.A por un monto hasta de US\$ 6.0 millones en la categoría de riesgo de AAA-**

1. Características de la Emisión de Obligaciones

La Junta General de Accionistas de Industria Lojana de Especerías ILE C.A., reunida el 24 de Marzo de 2017, resolvió aprobar el tercer programa de emisión de obligaciones por un monto de hasta US\$6,000,000.00 (seis millones dólares de Estados Unidos de Norteamérica).

El monto a emitir corresponderá a una clases: Clase "B" se emitirá a 1,800 días por un monto de US\$6,000,000 de dólares.

La emisión devengará un interés del 8.00% fijo anual para la clase "B". El cálculo de los mismos se hará sobre el saldo del capital insoluto.

La amortización de capital y de intereses se realizará de forma trimestral.

Los recursos provenientes de la presente emisión serán utilizados en un 100% para cancelar deudas financieras y de proveedores de un plazo menor o costo mayor.

El Agente Pagador será el Deposito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A y las obligaciones serán pagadas por compensación a través del Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores S. A. DECEVALE en la cuenta del beneficiario.

Las obligaciones que se emitán constarán con garantía general de Industria Lojana de Especerías ILE C.A., es decir con todos sus activos no gravados, conforme lo dispone el Art. 162 de la Ley de Mercado de Valores, (Libro II del Código Orgánico, Monetario y Financiero). Así también contaran con los resguardos previstos en el Art. 11, Sección 1era., Capítulo III, Subtítulo I, Título III de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores.

El representante de los obligacionistas es el Estudio Jurídico PANDZIC & ASOCIADOS S.A., y el agente colocador es Casa de Valores Adyfin S.A.

2. Calificación de la Información.

Para la presente actualización de la calificación de riesgo, el Emisor ha proporcionado entre otros requerimientos de información, lo siguiente: Estados Financieros auditados desde el 2007 al 2010 de acuerdo a las Normas Ecuatorianas de Contabilidad (NEC), y desde el 2011 al 2018 bajo las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) junto con el corte interno sin auditar a julio de 2019 también bajo NIIF; Detalle de activos libres de Gravámenes al mismo corte interno, más información de orden cualitativo del negocio.

Los estados financieros mencionados hasta el cierre de 2012 fueron auditados por la firma Willi Bamberger & Asociados Cía. Ltda., con registro SC-RNAE No. 036, cuya opinión expresaba la razonabilidad de los mismos, excepto por el comentario en el informe del 2010 y 2009 sobre las cuentas "Inventarios Repuestos y Herramientas" y "Construcciones en curso", cuyos saldos durante el 2010 se estaban depurando. En el informe al cierre del 2011, la misma firma auditora afirma que se ha regularizado el saldo de las cuentas de "Inventarios, Repuestos y Mantenimiento" y las "Construcciones en Curso" han disminuido y se han efectuado los nuevos proyectos; sin embargo, se hace énfasis en la aplicación total de las NIIF a partir del 1 de enero del 2011, y como efecto se registra un pasivo contingente de US\$171 mil aproximadamente, expuesto en la Nota 22 (Tema tributario) del informe mencionado, por ello, la firma auditora menciona que no se ha configurado las condiciones necesarias para su inclusión en el estado financiero, de acuerdo a las NIC 38.

Los estados financieros al cierre de 2014 y 2013 fueron auditados por la firma Soluciones en auditorias S.A. Solaudit con registro SC-RNAE No. 852, cuya opinión expresaba que los estados financieros presentan razonablemente, en todos sus aspectos importantes la situación financiera de INDUSTRIA LOJANA DE ESPECERÍAS ILE C.A.

Los estados financieros de la Institución entregados a la Calificadora para el período 2015 fueron auditados por la firma de auditores independientes HLB - CONSULTORES MORAN CEDILLO Cía. Ltda. con número de Registro RNAE No 0258. Los mismos que no presentan abstención de opinión o salvedad.

En nuestra opinión, los estados financieros adjuntos después de la consolidación, presentan razonablemente, en todos los aspectos significativos, la situación financiera de INDUSTRIA LOJANA DE ESPECERÍAS - ILE C.A. al 31 de Diciembre de 2015, los resultados de sus operaciones, los cambios de su patrimonio y flujos de efectivo por el año terminado en esa fecha, de conformidad con Normas Internacionales de Información Financiera - NIIF's.

Los estados financieros de la Institución entregados a la Calificadora para el período 2016 fueron auditados por la firma de auditores independientes BESTPOINT Cía. Ltda. con número de Registro SC-RNAE No 737. Los mismos que no presentan abstención de opinión o salvedad.

En nuestra opinión, los estados financieros adjuntos, presentan razonablemente, en todos los aspectos significativos, la situación financiera de INDUSTRIA LOJANA DE ESPECERÍAS - ILE C.A. al 31 de Diciembre de 2016, así como sus resultados y flujos de efectivo por el año terminado en esa fecha, de conformidad con Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).

Los estados financieros de la Institución entregados a la Calificadora para el período 2017 fueron auditados por la firma de auditores independientes BESTPOINT Cía. Ltda. con número de Registro SC-RNAE No 737. Los mismos que no presentan abstención de opinión o salvedad.

En nuestra opinión, los estados financieros adjuntos, presentan razonablemente, en todos los aspectos significativos, la situación financiera de INDUSTRIA LOJANA DE ESPECERÍAS - ILE C.A. al 31 de Diciembre de 2017, así como sus resultados y flujos de efectivo por el año terminado en esa fecha, de conformidad con Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).

Los estados financieros de la Institución entregados a la Calificadora para el período 2018 fueron auditados por la firma de auditores y consultores OHM&CO. con número de Registro RNAE No 833. Los mismos que no presentan abstención de opinión o salvedad.

En nuestra opinión, los estados financieros adjuntos, presentan razonablemente, en todos los aspectos importantes, la posición financiera de INDUSTRIA LOJANA DE ESPECERÍAS - ILE C.A. al 31 de Diciembre de 2018, así como su desempeño financiero y flujos de efectivo por el año terminado en esa fecha, de conformidad con Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).

En base a la razonabilidad expresada por la firma auditora, se verificó que la información sea válida, suficiente y

representativa para los últimos ejercicios anuales, sin que se encuentren situaciones que impidan la aplicación normal de los procedimientos de calificación. *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, 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.

3. Análisis de la Solvencia Histórica del Emisor

El cálculo de la cobertura histórica de los gastos financieros de la emisión de obligaciones se basó en información contenida en los estados financieros auditados previamente mencionados además del corte interno al 31 de Julio de 2019.

La cobertura de gastos financieros se obtuvo de confrontar el flujo de efectivo depurado promedio entre los períodos 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 mencionada fue incluida en el análisis con una tasa de interés igual a la tasa vigente ponderada de dichos créditos, organizados por acreedor. (Ver sección metodología en el presente informe).

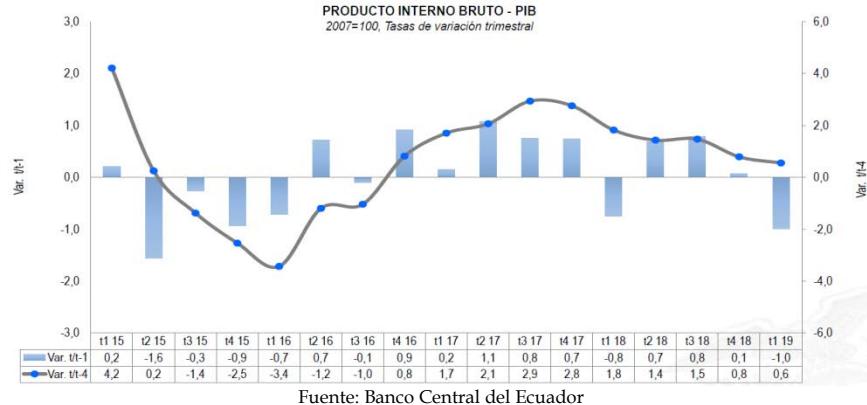
El resultado obtenido reflejó que los gastos financieros han sido cubiertos por el flujo depurado en los ejercicios de manera suficiente.

	AÑO 2015	AÑO 2016	AÑO 2017	AÑO 2018	Julio 2019
Activos Promedio	23,716,956	23,020,036	21,226,026	21,824,679	21,587,754
Flujo Depurado Ejer.	4,208,845	4,648,121	3,192,177	3,607,246	1,674,596
% Rentabilidad Act. Prom. Ejercicio	17.75%	20.19%	15.04%	16.53%	13.30%
Monto de Deuda					US\$ 15,252,852
Gastos Financieros					US\$ 781,059
Cobertura Histórica de Gastos Financieros:					4.50 veces
Pasivos Exigibles / EBITDA:					3.91 años

3.1. Evaluación de los Riesgos de la Industria

Considerando la procedencia de los fondos de la Empresa emisora objeto de valoración, esto es la elaboración y comercialización de condimentos (en polvo y pastas), salsas, aceites, e hierbas aromáticas, el análisis del riesgo industrial presentado a continuación se enfoca en la evaluación de las características del sector manufacturero (industria alimentos) y su comercialización dentro de Ecuador, así como del segmento específico de las "especias y condimentos". Tomando en conjunto los factores expuestos a continuación, se categoriza a la Industria como **Riesgo Bajo**

En el primer trimestre de 2019, último dato disponible en el Banco Central del Ecuador BCE, el Producto Interno Bruto (PIB) ecuatoriano alcanzó un crecimiento interanual de 0.6% o su equivalente a una variación negativa de -1.0% respecto al trimestre anterior, totalizando 17,921 millones de dólares constantes. La variación interanual, desde la perspectiva de VAB No Petrolero y VAB Petrolero, evidencia que el primero registró un crecimiento de 0.7%, mientras que el VAB Petrolero mostró una tasa de variación de -0.7%. El mismo crecimiento es también explicado por el mayor dinamismo de las exportaciones (3,5%); crecimiento del gasto de consumo final de los hogares (1,0%); y, aumento del gasto de consumo final del gobierno general (0,3%). Cabe señalar que las importaciones de bienes y servicios fueron mayores en 0,7% a las registradas en el primer trimestre de 2018.



Fuente: Banco Central del Ecuador

De acuerdo a la publicación disponible de una entrevista que elaboro el diario El Comercio de Quito, la gerente del BCE, Verónica Artola indicó²: "La proyección de crecimiento era de 1,4% para el 2019, pero ajustamos a la baja esa proyección y ahora es del 0,2%". Esta declaración se alinea con los pronósticos del Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial (BM) que calculan -0,5 % y 0 %, respectivamente, al cierre del año. Si se desmenuzan las cifras, 26 sectores decrecerán / presentarán un crecimiento inferior a 0,5 %, de un total de 45 actividades económicas que analiza la entidad. Las esperanzas del ligero crecimiento económico, según el Central, están puestas en actividades como la minería, la producción de productos de harina o panadería o la extracción de petróleo.

De acuerdo a la información generada durante el primer trimestre del 2019, el Riesgo País (630 puntos, aun debemos obtener deuda de alto costo) comienza a disminuir impulsado por la confianza que generó el acuerdo con multilaterales, y a pesar de que la Deuda pública continúa por encima del 40% del PIB y contamos con una política fiscal es pro cíclica.

Industria Manufacturera

Desagregando el PIB mencionado, por sector productivo, uno de los segmentos que mantiene una importancia significativa dentro de la estructura económica del país es el de "Manufactura" (sin incluir refinación de petróleo), con una contribución al Producto Interno Bruto (PIB) de 17.3% en el ejercicio 2018 (provisional), y mostrando un comportamiento positivo en relación a su comparativo interanual, de 0.9% y una tasa de crecimiento en relación al cierre del 2018, de 0.2%, cuya evolución histórica se muestra a continuación:



Fuente: Banco Central del Ecuador

Las industrias manufactureras con ese desempeño positivo durante el periodo analizado, evidencia la importancia de ciertos sub sectores, como son: elaboración de cacao, chocolate y productos de la confitería, fabricación de maquinaria y equipo, elaboración de productos lácteos, fabricación de otros productos minerales no metálicos, entre otros.

Por lo mencionado, el sector de la manufactura es uno de los sectores más importantes para un país, permitiendo la elaboración de productos con un mayor nivel de valor agregado, en los cuales existe buena capacidad de diferenciación y, sobre todo, un menor nivel de volatilidad en los precios; sin embargo, depende del acceso a materias primas y bienes de capital, necesarios para su continuidad en el tiempo, además de la demanda nacional

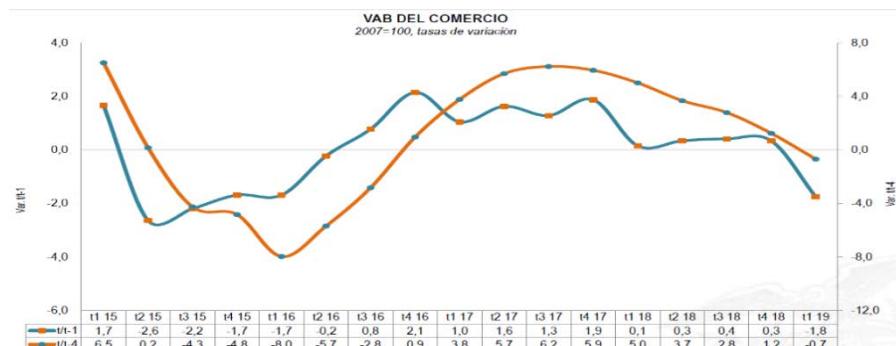
² Diario El Comercio de Quito

e internacional. Las decisiones gubernamentales sobre aranceles y restricción a las importaciones han mostrado su efecto. En los años 2009, 2015 y 2016, cuando se aplicaron mayores restricciones a las importaciones, la tasa de crecimiento fue negativa (-0,8%, -0,8% y -1%, respectivamente), y luego de ello, evidencio cierta recuperación (como se aprecia en el grafico anterior).

Vale mencionar que en el Ecuador se cuenta con la medición del Índice de Producción³ de la Industria Manufacturera, que es un indicador que mide el comportamiento, en la coyuntura nacional, de la producción generada por la industria manufacturera en el corto plazo. Se determina a partir del valor de ventas y la variación de existencias, de los bienes producidos en cada uno de los establecimientos manufactureros en el Ecuador. De acuerdo a la publicación ultima disponible, a julio 2019, la economía ecuatoriana presenta un IPI-M de 108,77; que implica una mejora en relación a su comparativo del mes anterior del 10,49% o su equivalente a una variación anual (julio 2018 versus julio 2019) de 12,10%, y una variación acumulada de 10,65% con respecto a diciembre 2018. Este resultado se explica principalmente por la incidencia que tuvo la producción de productos alimenticios, bebidas y tabaco; textiles, prendas de vestir y productos de cuero (sección 2 de la Clasificación Nacional de Productos - CPC Ver. 2.0); dentro de la cual esta nuestro segmento comercial objetivo.

Sector Comercial

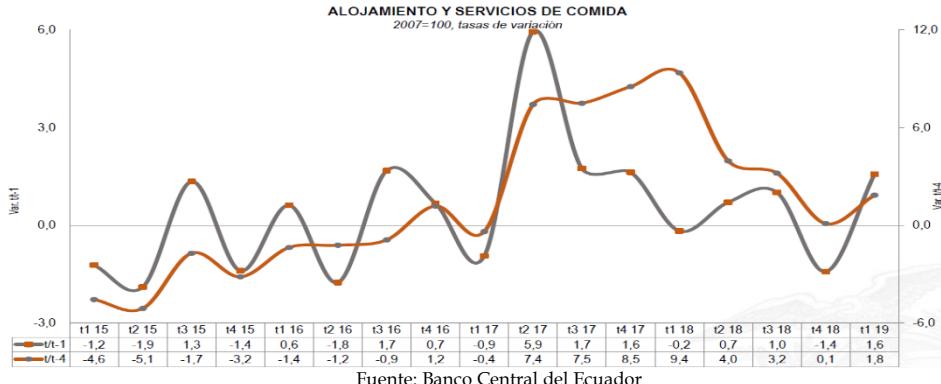
Las cifras más recientes del Banco Central del Ecuador (BCE) señalan que la actividad económica "Comercio" mantiene su importancia relativa en el 10% dentro de la estructura económica del país; sin embargo, como se puede apreciar en el grafico contiguo, desde el último trimestre del 2016 hay una fuerte tendencia decreciente, es así que al corte del primer trimestre del 2019, evidencia variaciones negativas (decrecimiento de 0.7% en relación al primer trimestre de 2018; o su equivalente a variación trimestral de -1.8%).



Fuente: Banco Central del Ecuador

Los servicios de Alojamiento y de Comida se expandieron en 1,8% respecto al primer trimestre de 2018, debido a un incremento de 6,2% en la llegada de extranjeros al país, según información proporcionada por el Ministerio de Turismo (MINTUR). Esto incidió en una mayor demanda de hoteles y servicios relacionados, así como de restaurantes, lo cual afecta de manera positiva al segmento objetivo.

³ IPI-M Base 2015=100. Este indicador forma parte del Sistema de Indicadores de la Producción (SIPRO)



Fuente: Banco Central del Ecuador

Otra herramienta para evaluar el desempeño de la economía está dada por el Estudio Mensual de Opinión Empresarial del Banco Central del Ecuador que abarca 1,000 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 julio de 2019, último dato disponible, el ICE de la rama Comercial se situó en 1,849.5 puntos, que significó 13.9 puntos adicionales, con respecto a junio de 2019 (0.8%), dato alentador, también respecto al ciclo del negocio, se situó 1.0% sobre la tendencia de crecimiento de largo plazo.

Es relevante recordar los efectos sobre el sector debido a las medidas de comercio exterior tomadas por el Gobierno, así por ejemplo, la Resolución No. 116 en noviembre de 2013 expedida por el Comité de Comercio Exterior (COMEX) en la cual se reforma la nómina de productos sujetos a controles previos a la importación y se establece que el "Certificado de Reconocimiento" como soporte a la Declaración Aduanera para todas las mercancías embarcadas a partir de la vigencia de dicha Resolución y del correspondiente Reglamento Técnico Ecuatoriano (RTE-INEN). La antedicha nómina incluía 293 subpartidas, que luego fue modificada mediante la Resolución No. 003 de enero de 2014 para incluir 16 subpartidas adicionales y excluir una. Afectando el proceso de nacionalización, debido a las dificultades para obtener los certificados de conformidad emitidos por laboratorios o verificadoras debidamente validados por el organismo de acreditación nacional, y que constituye un requisito previo de importación y es documento habilitante para nacionalizar mercadería llegada a puerto con posterioridad a la medida; también afectó a las compras al extranjero, sustituyéndolas con producción a nivel local, para lo cual se iniciaron acuerdos con productores nacionales, los cuales en el corto plazo no estuvieron preparados para los volúmenes de producción requeridos.

Sector Alimentos - Subsector Especias y Condimentos

Se identifica a las "especies, salsas y condimentos", como aquellos bienes o elementos necesarios en la alimentación de los seres humanos especialmente, siendo por ello, parte de la necesidad básica - alimentación, la cual es y será cubierta, independientemente de la coyuntura económica por la que atraviese el individuo. La demanda se ha mostrado creciente tomando en cuenta que las tendencias de consumo y hábitos de los hogares se enfocan hacia el consumo de productos ya elaborados, de fácil utilización y que permitan la práctica de artes culinarias.

Del estudio de mercado, elaborado por la Subgerencia de Análisis e Información de la Corporación Financiera Nacional publicado en marzo del 2018, relacionado a la actividad *ELABORACIÓN DE ESPECIAS, SALSAS Y CONDIMENTOS* en el Ecuador, dicha entidad concluyó con las siguientes premisas:

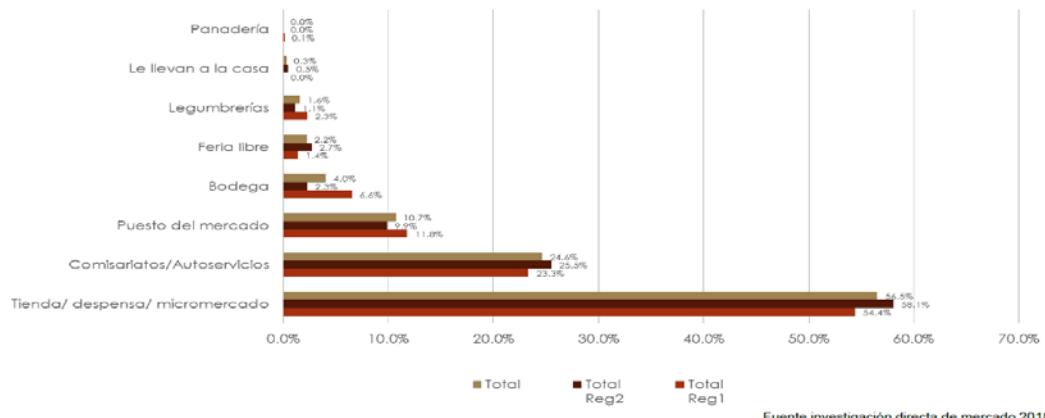
- Identifico los Códigos CIIU, C1079: Elaboración de otros productos alimenticios N.C.P; que a su vez contiene los siguientes rubros: C10793: Elaboración de especias, salsas y condimentos; C107931: Procesamiento de especias y condimentos: laurel, tomillo, albahaca, cilantro, comino, canela, pimienta, nuez moscada, jengibre, sal de ajo, de apio, etcétera; C107932: Elaboración de salsas líquidas o en polvo: mayonesa, harina y sémola de mostaza, mostaza preparada, salsas de: tomate, ají, soya, etcétera; C107933: Elaboración de vinagre; C107934: Procesamiento de sal de mesa.
- Identifico los Códigos Arancelario Nandina, 09: Frutas y frutos comestibles; cortezas de agrios (cítricos), melones o sandías, que a su vez contiene: 0904 - Pimienta del género "Piper"; frutos de los géneros "Capsicum" o "Pimenta", secos, triturados o pulverizados; 0908 - Nuez moscada, macis, amomos y cardamomos; 0909 - Semillas de anís, badiana, hinojo, cilantro, comino o alcaravea; bayas de enebro; 0910 - Jengibre, azafrán, cúrcuma, tomillo, hojas de laurel, "curry" y demás especias (exc. pimienta del género "Piper"; pimientos de los géneros "Capsicum" o "Pimenta"; vainilla; canela y flores de canelero; clavo

"frutos, clavillos y pedúnculos"; nuez moscada, macis, amomas y cardamomos; semillas de anís, badiana, hinojo, cilantro, comino y alcaravea, así como bayas de enebro).

- Identifica a las siguientes empresas como principales competidores en este subsector: Alimentos Ecuatorianos S.A., Alimentos El Sabor; Alimentos FYF; CONDIMENSA; NESTLE Ecuador S.A.; Extractos Andinos C.A.; y Alimentos Los Andes.
- Que en el 2016 el Ecuador contaba con 24 empresas dedicadas a la actividad, de las cuales 7 eran consideradas grandes, 5 medianas, 8 microempresas y 4 pequeñas.
- Este grupo de empresas estarían concentradas geográficamente hablando, en las provincias de Pichincha y Guayas, en términos numéricos juntos son el 74% de la producción nacional..
- Este subsector contrataría cerca de 1,245 empleados al 2016. El 89% de esta cantidad la captaría las "grandes empresas" del subsector.
- Al 2016, el subsector acumulo USD305 millones, equivalente a una participación sobre el PIB del 0.43%.
- Nuestro mayor socio comercial, comprador de nuestros productos es Estados Unidos, seguido de lejos por Holanda, India, Alemania, Perú y otros, considerando las exportaciones durante el periodo 2013 - 2017.
- En contra posición, el Ecuador importa principalmente de Sri Lanka, India y China, entre otros países las materias primas para este subsector.
- En el balance, el Ecuador presento desde el 2015 hasta el 2017, superávit comercial en este grupo de partidas.
- Y finaliza indicando que el sector exhibe signos de expansión con sus exportaciones y ventas desde el 2013, con el requerimiento de apoyo, vía crédito.

De acuerdo a la información disponible de investigaciones realizadas por los estudiantes de varias universidades nacionales, se obtuvo que el consumo per cápita de especies, salsas y condimentos, se puede estimar a partir de la cantidad de compras de un consumidor promedio, es así que la investigación⁴ concluye que podrían llegar a comprar 52 veces al año (dato semanal), o 26 compras por año (dato quincenal) o 12 compras por año (dato anual), observándose que la demanda de aliños y condimentos permite el ingreso de nuevos productos, siendo necesario que las estrategias de introducción se concentren en la promoción en los canales de venta. El intermediario de mayor importancia las tiendas, despensas y micromercados principalmente, seguido de cerca por los supermercados, como se puede visualizar a continuación:

Compra habitual de condimentos / aliños / sazonadores



La frecuencia de consumo está cubierta por la oferta de competidores, representados en las ocho empresas que promocionan un total de 210 variantes de productos en los autoservicios y supermercados de la ciudad, solo para el caso de aliño, lo cual va de la mano con la costumbre de las cantidades de alimentos ingeridos. Del estudio realizado por IPSA Group y el departamento de Estudios Ómnibus se encontró que 8 de cada 10 encuestados realizan 3 comidas al día, 20% come menos de 3 veces y solo el 1% más de 3 veces. En Guayaquil 9 de cada 10 realizan las 3 comidas al día mientras que en Quito esta relación baja a 6 de cada 10.

⁴ La investigación muestra la existencia de una demanda en la población económicamente activa de mujeres entre los 19 y 64 años de edad, con un rango de ingresos de 300 a 500 dólares. La estimación del consumo indica que se demandarán entre 7,8 y 8,9 millones de unidades de aliños y condimentos entre los años 2013 y 2020. La elasticidad precio de la demanda es menor a 1 (0,416) concluyéndose que la demanda es relativamente inelástica, mientras que la elasticidad ingreso de la demanda el bien es equivalente a 0,261 indicando que es un bien normal con demanda inelástica.



Entre las principales marcas que se expenden en el mercado local están:

MARCA	PRINCIPALES PRODUCTOS
Moro	Aliño, comino, pimienta
Maggi (nestle)	Sazonadores, caldos
Condimenta	Aliños, ajo, comino, pimienta, refrito, achiote, especias
Cedca (hornimans)	Aromáticas
Supermaxi	Aliños, ajo, sazonador, aromáticas.
Oriental	Ají, salsa, china, sazonadores
La favorita (la fabril)	Aceite con achiote
Ranchero (Sumesa)	Caldos
El Sabor	Aliños, ajo, sazonadores, especias, salsa
Los Andes	Salsa de tomate, mostaza
ML	Aliño, refrito
Ta Riko	Aliños, especias

Entre las empresas industriales más grandes e importantes⁵ en el país en esta rama se encuentran: Industria Lojana de Especerías ILE C.A. (con ingresos de actividades ordinarias por US\$28.9 millones en 2018, cuenta con las marcas ILE, Sabora y Lojana), Alimentos El Sabor Alimensabor C. Ltda. (US\$10.9 millones en el 2017, con su marca El Sabor), Industrial Lingesa S.A. (US\$2.2 millones en el 2018, La Cena), Compañía Ecuatoriana del Té C.A. CETCA (US\$3.9 millones en el 2018, con sus marcas Sangay y Horniman's), además de grandes actores que tienen otras líneas de producción como Nestlé S. A., La Fabril S. A., SUMESA, Corporación Favorita C. A. y Corporación el Rosado S. A., Industrias Ales, DANEC, entre otros.

Es importante indicar que en el Ecuador existe el Reglamento Técnico Ecuatoriano PRTE INEN 082 (1r) "Salsas, Aderezos y Vinagres", que establece los requisitos que deben cumplir las salsas, aderezos y vinagres, previamente a la comercialización de productos nacionales e importados, con el propósito de proteger la salud de las personas, así como prevenir prácticas que puedan inducir a error.

Las importaciones de condimentos y sazonadores (partida arancelaria 21039020) presentaron altibajos importantes como se muestra en el gráfico, con picos descendentes en noviembre del 2017 y picos ascendentes como en mayo de los corrientes, en términos de CIF (dólares); considerando el peso neto, la situación es más estable. Lo anterior permite visualizar que el mercado local es atendido por empresas establecidas en el país mayoritariamente.



Fuente: Aduana del Ecuador- <https://www.aduana.gob.ec/importaciones/>

Las importaciones de la partida Nandina 21039020 al cierre del mes de agosto del 2019 provienen en un 35% de Colombia, 29% de Perú, 25% desde México y la diferencia tiene diversas procedencias como Australia, Estados Unidos, Brazil, Chile, España, entre otros.

La materia prima utilizada para la elaboración de este tipo de productos alimenticios es de origen tanto nacional como importado. Entre la materia prima importada destacan especias como el comino, orégano y canela.

⁵ Alimentos Ecuatorianos S.A. ALINMEC (con su marcas marcas Mc Cormick y La Granja), Productos de Consumo Proconsumo C.A. - Cancelada su inscripción según datos publicados en la Superintendencia de Compañías. En disolución esta: Criolla S.A., Condimenta Cía. Ltda. Hierbas Naturales y Medicinales de Pusuquí S.A. Hierbapusuquí, consta "activa", sin embargo, registra ingresos de 9.4\$ al 2018.

3.2. Asignación de la Categoría Básica de Riesgo

Tomando en consideración que, la compañía **INDUSTRIA LOJANA DE ESPECERÍAS ILE C.A.**, presenta una Cobertura Histórica de Gastos Financieros de 4.50 y un Riesgo Industrial **BAJO**, se asigna a la Tercera Emisión de obligaciones la Categoría Básica de Riesgo de “**AA+**”

4. Análisis de la Solvencia Proyectada del Emisor

Para realizar el estudio de la capacidad de pago futura de la empresa se ha construido un modelo financiero basado en la proyección de las principales variables que inciden sobre los resultados esperados de la firma. A continuación se presentan los parámetros considerados:

- La capacidad de pago histórica se la obtuvo de utilizar información contenida en los estados financieros auditados (NEC) de los años 2007 al 2010; estados financieros auditados de los años 2011 al 2018 bajo NIIF, más el corte interno sin auditor a julio de 2019 bajo NIIF.
- Los modelos empleados para analizar la capacidad de pago futura de la empresa han sido construidos luego de analizar los factores cuantitativos y cualitativos de riesgo que inciden en la operación del negocio
- Los factores de riesgo cualitativos considerados corresponden al riesgo del sector en que compite la empresa, la posición competitiva que tiene dentro del mismo, y los riesgos involucrados en el buen manejo corporativo
- Los factores de riesgo cuantitativos evaluados son los relativos a la solvencia de la firma, sus niveles de liquidez, la productividad de sus activos, la eficiencia operacional, la capacidad de generación de efectivo, entre otros
- Los modelos han sido construidos para abarcar un periodo de 10 semestres el mismo que comprende el periodo de vigencia remanente de los títulos valores sujetos al proceso de actualización
- Los ingresos esperados a lo largo del periodo considerado se los ha proyectado en función de la tasa de crecimiento histórica encontrada en cada una de las cinco líneas de productos que la empresa ofrece al Mercado: Polvos, Pastas, Granos, Manteca y Salsas, Hierbas, y Aceites.
- Los costos de producción y gastos operacionales de administración y ventas son proyectados a partir de los indicadores encontrados en el análisis financiero histórico realizado para el periodo de los últimos cinco años presentado anteriormente.
- La estructura de capital se proyecta a partir de la información encontrada en el último balance interno del presente año puesto a consideración de la firma Calificadora por parte del emisor.
- La deuda financiera corresponde a la vigente al momento de calificación en cuanto hace relación a los montos por pagar de los pasivos con costo al igual que la tasa que se debe cancelar y el plazo remanente para la amortización de las deudas. Entre estos pasivos se incluye a las obligaciones financieras cuya calificación está en proceso de actualización.
- El modelo proyectado base ha sido sometido a ejercicios de estrés afectando las principales variables de ingresos y egresos construyendo de este modo escenarios alternos que permitan evaluar la sostenibilidad de la capacidad de pago ante la ocurrencia de eventos adversos

4.1. Análisis de Sensibilidad

De acuerdo a la metodología expuesta en el numeral anterior, los eventos desfavorables incluidos en el Análisis de Sensibilidad y sus respectivas fluctuaciones para la determinación de la solvencia histórica y esperada de **INDUSTRIA LOJANA DE ESPECERIAS - ILE C.A.** que se presentan a continuación:

Evento	Esc. Base	Esc. N° 1	Esc. N° 2
Crecimiento División polvos	5.00%	4.00%	3.00%



Crecimiento División pastas	3.00%	2.50%	2.00%
Crecimiento División Granos, Mantecas, Salsas	12.50%	10.00%	7.50%
Crecimiento División Hierbas	3.00%	2.50 %	2.00 %
Crecimiento División Aceite	2.5%	2.00%	1.50 %
Costo Ponderado del Producto Vendido	65.54%	67.18%	68.82 %
Crecimiento de Gastos Administrativos	0.50%	1.00 %	1.50 %
Relación Gastos de Ventas/Ingresos	13.18%	13.51%	13.84%
Cobertura	3.82	2.88	2.27

4.2. Asignación de la Categoría Proyectada de Riesgo

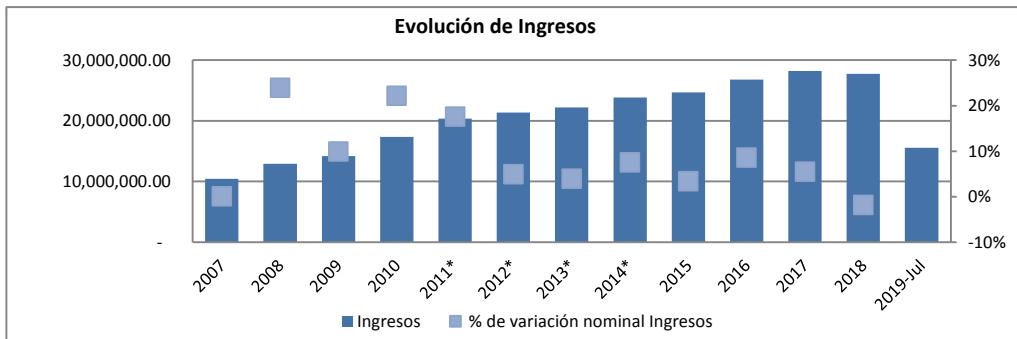
Considerando que la compañía, presenta una Cobertura Proyectada de Gastos Financieros de 3.82 más la sensibilización de escenarios se propone asignar a la Tercera Emisión de Obligaciones, de la compañía INDUSTRIA LOJANA DE ESPECERÍAS ILE C.A por un monto de hasta US\$ 6.0 millones en la Categoría Proyectada de Riesgo de "AA+".

5. Análisis de la Calificación Preliminar

5.1. Indicadores Financieros Adicionales del Emisor.

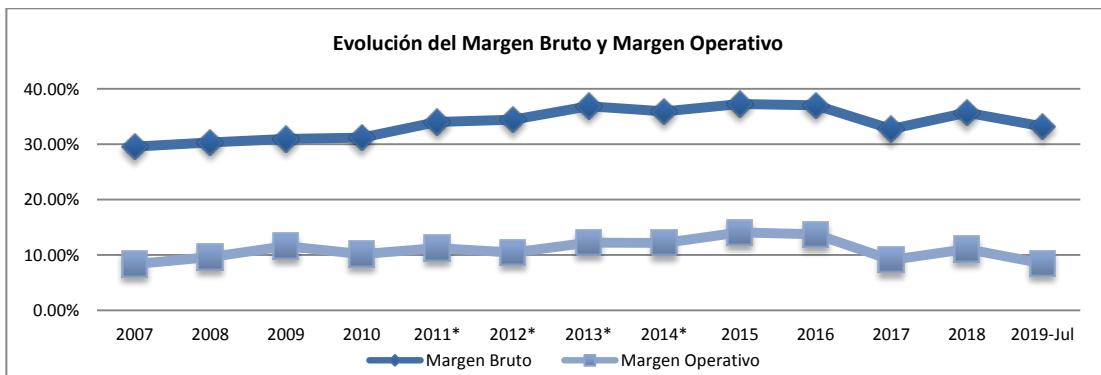
5.1.1. Resultados, Rentabilidad y Eficiencia

Al 31 de diciembre del 2018, INDUSTRIA LOJANA DE ESPECERÍAS ILE C.A., generó ingresos relacionados con su actividad por US\$27.73 millones, presentando reducción en relación al cierre del 2017 en sus ingresos, con reducción de 1.85%, reflejando una desaceleración del ritmo de crecimiento presentado en los años anteriores (2015: 3.36%, 2016: 8.57% y 2017: 5.45%); crecimiento que en promedio fue de 5.79% en los años previos. A julio del corriente la Entidad ha generado un monto de ventas por US\$15.58 millones correspondiente al 56.2% de las ventas obtenidas al cierre del año anterior, con estimación de concluir el año con ingresos valorados en US\$26.72 millones (ingresos de Julio proyectados a diciembre de 2019). El Emisor presenta un monto de presupuesto al cierre del 2019 de US\$29.48 millones.

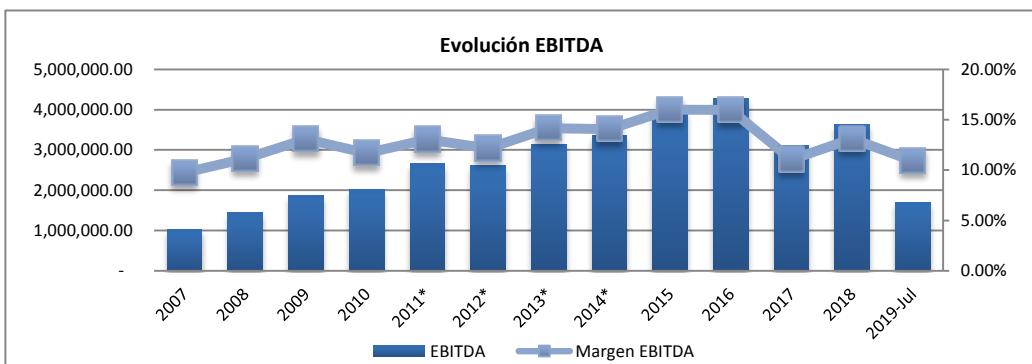


Los ingresos mencionados son generados por sus diferentes líneas de negocio, entre las principales están: Condimentos en polvo con participación del 21.79% sobre el ingreso obtenido al corte en análisis, condimentos en pastas 36.19% y hierbas con 20.98%; con una participación menor que en suma alcanzaron el 20.96%, están granos, mantecas salsas y aceites

El costo de los productos vendidos reflejo una participación sobre el ingreso menor fortaleciendo el margen bruto. Al 2017 el margen bruto promedio fue del 32.75% y en el cierre del 2018 alcanzó el 35.68% en promedio. Por su parte los gastos de administración y ventas tuvieron una participación promedio de 23.65% al 2017, mientras que en el 2018 aumentó a 24.63%, generando una utilidad operativa promedio de US\$3.06 millones con margen promedio de 11.05% al cierre del ejercicio anterior. Al corte de Julio de 2019 el costo de producto vendidos en relación al ingreso ascendió a 66.76% , generando un margen bruto al corte de julio de 2019 de 33.24% con un nivel de gastos administrativos y de ventas de US\$3.86 millones, de lo que resulta una utilidad operativa de US\$1.31 millones con un margen operativo de 8.44% al corte en análisis.



El monto del EBITDA a diciembre de 2018 fue de US\$3.63 millones, 16.73 % mayor al presentado en 2017 (US\$3.11 millones), el monto de depreciación y amortización pasó de US\$545 mil a US\$575 mil; mientras que el margen EBITDA fue de 13.12%. Al 31 de Julio de 2019 el EBITDA asciende a US\$1.70 millones con un margen EBITDA de 10.91% al corte..



Estructura Financiera y Endeudamiento Patrimonial

A Diciembre de 2018, los activos totales de la Empresa acumularon un monto de US\$33.61 millones, frente a los US\$32.39 millones presentados al 2017, incrementándolos en 3.76%. El activo corriente pasó de US\$13.57 millones a US\$12.58 millones reflejando una reducción de 7.28%; el activo no corriente pasó de US\$18.81 millones a US\$ 21.02 millones mostrando una variación positiva de 11.73%, por su parte entre los principales componentes del activo corriente están las Cuentas por Cobrar con un monto de US\$6.73 millones que reflejan una reducción de 7.12% e Inventarios de US\$4.48 millones que presentan un incremento de 10.76% en relación al ejercicio anterior. A Julio de 2019 los activos se reducen en 2.50%, los que se componen de US\$11.76 millones de activos de activos corrientes y US\$21.00 millones de activos no corrientes, los que reflejan una reducción de (6.52% y 0.09% respectivamente); entre las principales cuentas del activo están cuentas por cobrar comerciales con US\$5.63 millones y participación sobre el total de activos de 17.20%, propiedad, planta y equipo con US\$9.38 millones y participación de 28.65%, los inventarios acumularon un monto de US\$4.48 millones cuya participación ascendió a 13.70%, Inversiones permanentes registradas en activos de largo plazo por US\$5.49 millones con participación sobre el total de activos de 16.76%.

Por su parte el pasivo acumuló un monto de US\$225.42 millones en 2018, presentando incremento de 2.55% en relación al mostrado en el año anterior cuyo monto fue de US\$24.79 millones, incremento que se genera en la obligaciones de largo plazo que pasan de US\$11.83 millones a US\$12.81 millones al 2018. A julio 31 de 2019 el monto de pasivo registrado por la Entidad acumuló un monto de US\$24.88 compuesto por US\$10.26 millones de corto plazo y US\$14.62 millones de largo plazo. En el corto plazo registró deuda financiera por US\$2.74 millones, proveedores por US\$2.98 millones, porción corriente de deuda LP por US\$1.20 millones, entre las principales. En el largo plazo registró Obligaciones financieras por US\$11.31 millones, otros pasivos por US\$3.31 millones.

La estructura de capital de la Empresa está compuesta por US\$15.25 millones de deuda financiera y US\$7.88 millones de inversión accionarial, señalando una relación de 1.93 entre ambas fuentes de fondos. Los pasivos con costo financian el 46.54% de activos los que en su mayoría son de largo plazo (82.02%). Los recursos de corto plazo cubren ampliamente las obligaciones corrientes existente en su balance.

El crecimiento de la Compañía en los primeros años de análisis se realizó con un intensivo uso de recursos patrimoniales en tanto que en los años posteriores se observa un mayor apalancamiento con terceros, intensificándose en los últimos años.



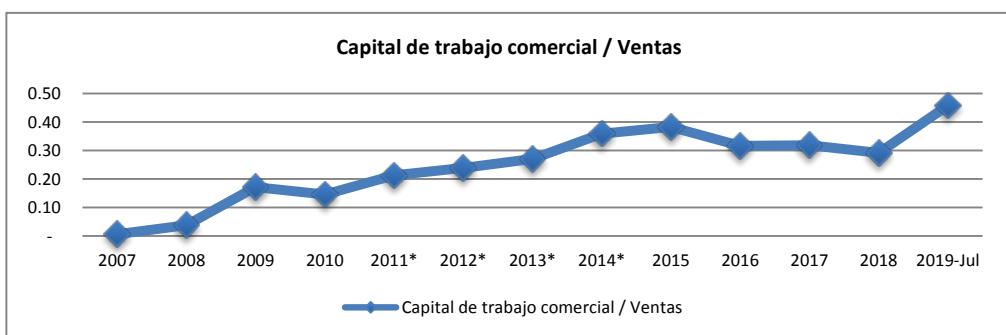
Ajustando⁶ los activos, al cierre del periodo 2019, se obtuvo un monto de US\$23.17 millones que en relación al año 2018 presentando una reducción de 5.64%; financiados por US\$15.25 millones de pasivos con costo y US\$7.88 millones con recursos patrimoniales.

Liquidez

La Compañía mantiene un ratio de liquidez mayor a uno es decir que sus recursos corrientes son suficientes para cubrir las obligaciones contraídas en el corto plazo. A diciembre de 2018 el monto de activos corrientes acumuló un monto de US\$12.58 millones en tanto que los pasivos de corto plazo registraron US\$9.53 millones señalando una relación de 1.32. A julio pasado los activos de corto plazo cubrieron en 1.15 veces los pasivos corrientes, manteniendo la relación por encima de la unidad.

Las ventas obtenidas en 2018 por US\$27.72 millones frente al monto de activos ajustados que alcanzó los US\$24.52 millones mostraron una relación 1.13 veces, demostrando que el Emisor genera ingresos de 1.13 dólares por cada dólar invertido, relación que ha disminuido frente al obtenido en el 2017 (1.15); a Julio de 2019 esta relación es de 0.67 veces).

La Empresa requiere de un capital de trabajo comercial del 46% de sus ingresos, (2018: 29%) es decir que maneja la operación comercial con el 46% del monto de ingresos. Según el gráfico adjunto se puede observar que el Emisor refleja una participación mayor del capital de trabajo sobre sus ventas, lo que refleja que la Compañía necesita cada vez una mayor proporción del ingreso para el manejo operativo de su negocio.



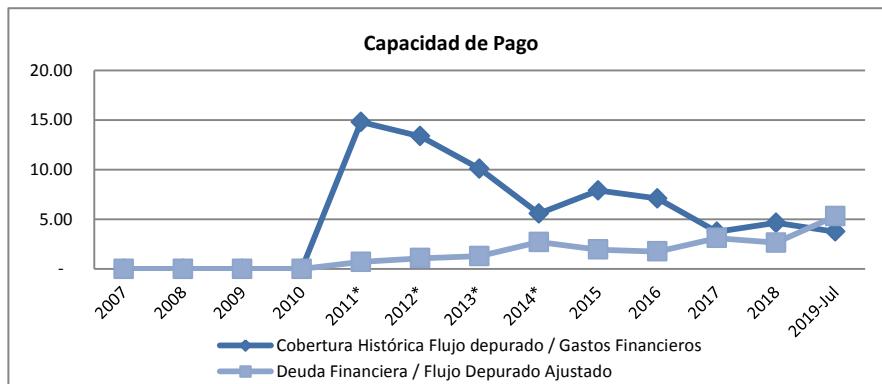
La entidad muestra un ciclo de efectivo de 106 días mayor al observado en años anteriores, lo que indica que le está tomando mayor tiempo en recuperar su efectivo (2018: 67 días). Lo mencionado se origina por una recuperación de cartera más lenta que pasó de 51 días en 2018 a 76 días en 2019 y un menor plazo de pago a proveedores que aumentó su rotación de 41 a 60 días, el inventario aumentó su rotación al pasar de 57 días a 91 días.

⁶Activos Ajustados = Capital de Trabajo + Propiedades + Otros Activos no corrientes – Otros Pasivos no corrientes



Capacidad de Generación de Flujo y Cobertura

En el periodo 2018 el monto promedio de flujo generado ascendió a US\$6.18 millones con gastos financieros que ascendieron dando como resultado una cobertura promedio de 4.63. Según el siguiente gráfico se puede observar que la cobertura ha venido disminuyendo anualmente desde el año 2010 donde presentaba una cobertura de 18.36 que se redujo a 3.74 al corte de 2019. La menor capacidad de cobertura de la Entidad se origina por un crecimiento en mayor proporción de los gastos financieros generados a partir de una mayor adquisición de deuda con costo en relación al crecimiento del flujo. El acumulando a 2014 de deuda financiera fue de US\$15.25 millones con un flujo de US\$3.51 millones la Entidad está en la capacidad de honrar su deuda en 3.91 años a partir de su flujo depurado.



6. Análisis y Posición de la Empresa en su Industria

Industria Lojana de Especerías ILE C.A. es una empresa Industrial Ecuatoriana fundada el 25 de Octubre de 1982 (32 años en el mercado); dedicada al procesamiento, comercialización y elaboración de productos alimenticios en general, pudiendo realizar importaciones y exportaciones afines con su objeto social. Sus diferentes presentaciones se basan en: polvos, pastas, salsas, granos, hierbas aromáticas, aceites, mantecas y otros servicios (empaquetamiento de café, esta línea de negocio aun representa una pequeña proporción).

Dentro de sus principales productos y marcas tenemos:

- Condimentos en Polvos: sabora, comino, sazonador, ajo en polvo, pimienta negra, apanadura, ají para seco, curry.
- Condimentos en Pasta: ajo en pasta, pasta de maní, jengibre en pasta, refrito pasta de achiote, manteca de color.
- Salsas: aliño completo, aceite con achiote sazonado, chimichurri, sabora en pasta, sazonador en pasta, vinagre blanco, vinagre de frutas, salsa BQQ, salsa china, salsa de ají, ají extra picante.
- Hierbas aromáticas: Té de horchata, Té de horchata con limón, té de hierbaluisa, té de manzanilla, té de manzanilla con miel, té de menta, té de toronjil, té de canela molida, té de anís común, té de cedrón, té de orégano, horchata auto-filtrante, café filtrado al instante, café tostado y molido, café instantáneo.
- Especies y otros.



Vilcagua

Kasserola

A
Hierbas
Aromáticas



SABORA

Todos los productos que requieren de la certificación sanitaria correspondiente lo disponen. Las ventas se realizan localmente y al exterior, al contado y a crédito, otorgando plazos máximos de hasta 45 días. La compra de materias prima se realiza a crédito, pagadero con plazos máximo de 30 días, en material de empaque se amplía un poco más el crédito y va de 30 a 90 días. ILE desarrolla todo su proceso de producción en la ciudad de Loja, parroquia el Valle, kilómetro 1 de la Vía a Cuenca, barrio Consacola. Las instalaciones industriales cuentan además con adecuadas áreas de circulación para carga, descarga y parqueos, cisternas para almacenamiento de agua, líneas de gas, agua presurizada y de vapor de agua y generación eléctrica para casos de emergencia.

La planta industrial cuenta con líneas completas de lavado, secado, deshidratado, molido, homogenización, envasado y empacado de los productos realizados. Además de tener un estricto control de calidad. Su mayor desarrollo de producción se inició a partir del año 2000, incrementando sus ventas gradualmente hasta la presente fecha, habiendo logrado una participación en promedio de alrededor del 50% del mercado, gracias al elemento humano que ha participado en su gestión al equipamiento y procesos industriales aplicados. Se destaca el equipamiento de maquinarias con nueva tecnología destacándose la trazabilidad que incluye todos los procesos de producción - desde la materia prima hasta su comercialización - y certificación sanitaria de los productos. La maquinaria de Industria Lojana de Especerías ILE C. A. es originaria de Alemania, los Estados Unidos de Norte América, Argentina y China. Los activos, importaciones y demás riesgos comunes del negocio se encuentran cubiertos por las correspondientes pólizas de seguros.

INDUSTRIA LOJANA DE ESPECERÍAS ILE C.A. posee una política ambiental donde el principal objetivo es evitar la contaminación y eliminar los residuos de los procesos. No poseen residuos líquidos ni gaseosos. Se promociona la biodegradabilidad y reciclaje en envases, se fomenta la compra de productos en envases de vidrios para mermar la utilización de material de envase de larga biodegradabilidad. Como consecuencia del proceso de fabricación de los productos, el desperdicio resultante es utilizado en su totalidad como abono orgánico y al envase se da el tratamiento correspondiente según el material sea plástico, vidrio u otro. Los residuos restantes provenientes de la planta son dispuestos por el servicio de recolección de basura debidamente clasificados.

El 90% en promedio de la materia prima que utiliza es producida o adquirida en Ecuador, y la diferencia proviene de India, China y Perú. El emisor trabaja con asociaciones de agricultores locales, brindándoles la asesoría técnica, plántulas e insumos, y a la vez mantiene con ellos contratos con la modalidad de "Negocios Inclusivos" (Asociación Nativa Ecuador) entregándoles capacitación agrícola, semillas y asistencia técnica e insumos a los agricultores quede tal forma que el emisor puede dar seguimiento desde el cultivo hasta la venta de las especies bajo un trato y precio justo. La estrategia comercial mencionada, reduce en cierto grado el riesgo de desabastecimiento de dichos materiales y mitiga el riesgo asociado a los precios de materia prima e insumos. El amplio abanico de proveedores locales - algunos de éstos con varios años de relación, permite que ninguno de ellos tenga algún poder de negociación que pudiera afectar sustancialmente los precios de las materias primas. La compra de hierbas aromáticas son canceladas al contado, otras materias primas nacionales e insumos para envases o empaques, de acuerdo a lo negociado con los proveedores a 30, 45 y 60 días de la fecha de facturación, las importaciones se efectúan mediante carta de crédito a 120 días. Dentro de los principales proveedores se encuentran: La Fabril S.A., JABS INTERNATIONAL PVT.LTD., BASESURCORP S.A., TECNOPLAST DEL ECUADOR CIA. LTDA., ARTES GRAFICAS SENEFELDER C.A., CARTONES NACIONALES S.A.I. CARTOPEL. Industrias Danec S.A., Plásticos del Litoral S.A. Grafimpac S.A., Basesurcorp S.A., entre otras compañías y personas naturales quienes proveen de las distintas especies (cominos, canela, cebolla, ajo, etc.), y de insumos (cartones, celofán, vidrios, etc.) que requiere la empresa. Por otro lado, los incrementos de precios de la materia prima, debido a diferentes factores existentes en nuestra economía, son trasladados en su mayoría al precio de venta de los productos, dado el hecho de que la mayor parte de los productos tienen en general un bajo precio, los incrementos no poco perceptibles y han sido absorbidos históricamente por los consumidores.

Las constantes innovaciones y los nuevos diseños son conversados y analizados por el departamento de comercialización interno de la Empresa; quienes proveen una buena información para el desarrollo técnico de los nuevos productos o formatos, todo ello en beneficio de la industria y de los mismos clientes quienes obtienen un producto de la mejor calidad y al precio más competitivo.

La energía eléctrica es el principal factor para los procesos de producción, para cualquier eventualidad la Empresa tiene su propia planta y red eléctrica para este tipo de contingencia.

La Empresa se desenvuelve en un mercado competitivo, es decir existen varios compradores (todo el mercado de alimentos de consumo masivo) y Vendedores (empresas nacionales incluidos los productores artesanales y empresas extranjeras), pero ninguno de ellos individualmente influye significativamente en la fijación de precios.

La competencia del emisor se encuentra en las compañías extranjeras, frecuentemente empresas multinacionales, que disponen de mayor tecnología para la creación de nuevos productos y variedad de líneas, tienen mayor eficiencia en costos, por ende obtienen amplios espacios en perchas por su capacidad de inversión. Por otro lado, la competencia con las compañías nacionales ocurre principalmente con los productores del Sector Informal, quienes en su mayoría utilizan la estrategia de precios bajos, siendo importante indicar que éstas empresas suelen reclutar al personal que labora en Industria Lojana de Especerías ILE C.A. A continuación un listado simplificado de la competencia del emisor: La Favorita, El Sabor, Condimenta, Mc. Cormick, Maggi, Sumesa (Ranchero), Supermaxi, ECI (Condimentos Iberoamericanos), Si Café y Oriental, empresas cuyos productos compiten en diversas divisiones

con el Emisor.

Respecto de los clientes, el emisor comercializa sus productos mediante sus relacionadas, trasladando a éstas el riesgo de poder de negociación a favor de los clientes, principalmente aquellos que compran en grandes volúmenes. El 97% de las ventas se realizan en el mercado nacional, por medio de sus relacionadas - Comercializadora Godoy quien se encarga de la región Costa y Austra del Ecuador y por medio de Comercializadora Coile S. A. para la Sierra Norte, Esmeraldas y el Oriente del país;- El restante es comercializado por empresas extranjeras que se encargan de la exportación (Distributor Inc. Family Food y Nativo S. I Productos Goya) hacia EEUU y España principalmente. Las comercializadoras Colie S.A. y Godoy Ruiz S.A. comercializan de forma directa y también a través de mayoristas, puestos de mercados, restaurantes, industrias, y otros. Las ventas directas a supermercados no se incluyen en el canal "cobertura". Es importante mencionar que la entidad vende a empresas relacionadas, donde el plazo es de 45 días, cancelados con la entrega de cheques a fecha, mientras que las exportaciones son canceladas con giro a la vista y a 30 días plazo.

Entre el riesgo asociado a esta industria está el de sustitución de productos en lugar de los condimentos (cremas preparadas, aderezos, etc.), no obstante, de acuerdo al emisor, no representa mayor incidencia por ser un nicho muy pequeño.

6.1. Características de Administración y Propiedad de la Empresa

Estructura Accionarial

De acuerdo a la información proporcionada por el Emisor; el capital social al 31 de Julio de 2019 es de US\$5,929,183; monto igual que a Diciembre de 2018. Dicha cantidad se encuentra representada por igual número de acciones ordinarias y nominativas de un valor nominal de US\$1 cada una. La distribución accionarial es como sigue:

<u>Accionista</u>	<u>CAPITAL</u>
Alvarez Romero Yony Morfila	52,088
Delgado Vallejo Diana Judith	129,539
Godoy Delgado Diana Elizabeth	129,539
Godoy Delgado Javier Amed	129,539
Godoy Delgado Manuel Esteban	129,539
Godoy Ruiz Amed Cruz	129,539
Godoy Ruiz Cruz Amada	647,735
Godoy Ruiz Fabián Vicente	593,235
Godoy Ruiz France Jose	595,647
Godoy Ruiz Magna Orlanda	647,735
Godoy Ruiz Manuel Agustín	647,735
Godoy Ruiz Veronica Paulina	311,091
Haon Godoy Andrés Javier	168,322
Haon Godoy Paolo Erik	168,322
Ortega Godoy Dora Lissette	157,629
Ortega Godoy Gabriela Cristina	157,629
Paucar Flores Sonia Yolanda	54,500
Ruiz Aguilera Blanca Vicenta	1,079,780
Total	5,929,183.851

Respecto a la política de dividendos, el Emisor, no ha establecido una política específica, siendo establecidas de acuerdo a lo acordado en las Juntas Generales de Accionistas.

7. Asignación de la Calificación Preliminar

En función de las variables expuestas anteriormente, la Calificadora de Riesgo propone al Comité de Calificación asignar a la Tercera Emisión de Obligaciones de la compañía INDUSTRIA LOJANA DE ESPECERÍAS ILE C.A., hasta por un monto de **US\$ 6.0 millones** la **Calificación Preliminar de "AA+"**.

8. Garantía y Resguardos

La Emisión de Obligaciones fue estructurada con, con Garantía General en los términos señalados en la normativa

legal vigente, la cual establece que el valor de los activos de gravamen menos las deducciones descritas en el Art. 13 de la Sección I, Capítulo III, Subtítulo I, Título III de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores. Basados en el Certificado de Activos Libres de Gravamen proporcionado por la Compañía, a Julio de 2019, el Emisor cumple con la garantía general establecida en la LMV.

Así también, la estructura de las emisiones de obligaciones vigentes incluyen los resguardos vigentes previstos en el Art. 11, Sección I., Capítulo III, Subtítulo I, Título III de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, los cuales fueron reformados y publicados en el Registro Oficial N° 85 del 14 de Noviembre de 2013, por lo cual INDUSTRIA LOJANA DE ESPECERIAS - ILE C.A deberá:

1. 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.
2. No repartir dividendos mientras estén en mora las obligaciones; y,
3. 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.

Con respecto al inciso 1, cabe indicar que a Julio de 2019 el Emisor mantuvo un índice de liquidez mayor a uno (1.15). Los activos reales existentes en su balance sobre los pasivos alcanzaron un nivel mayor a uno. Al sensibilizarlos éstos resultaron iguales a uno.

Las consideraciones efectuadas sobre la calidad de los activos que respalda la tercera emisión de obligaciones mencionada y su capacidad de ser liquidados a la que hace referencia el numeral 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 INDUSTRIA LOJANA DE ESPECERIAS - ILE C.A., entre éstas los Estados Financieros Auditados por la firma de auditores y consultores OHM&CO. con número de Registro RNAE No 833, por parte del ente de control, y se exponen a continuación:

- Los activos totales de INDUSTRIA LOJANA DE ESPECERIAS - ILE C.A. al corte del 31 Julio de 2019 ascendieron a US\$32.8 millones, de los cuales el mismo Emisor certifica que existen US\$50,400.00 mil en activos gravados. Sobre el activo total mencionado podemos informar que:
 - US\$89.610 mil corresponden a activos de alta liquidez (Caja y Bancos, en entidades financieras
 - US\$5.6 millones son Cuentas por Cobrar que comprende a los clientes.
 - US\$1.5 millones son Otros Activos Corrientes que comprenden; préstamos a agricultores US\$359,164, préstamos a compañías relacionadas US\$132,813, Anticipo a Proveedores US\$607,965 entre los principales.
 - US\$4.5 millones corresponden a Inventario
 - US\$9,4 millones corresponde a propiedad, planta y Equipo, incluye depreciación.
 - US\$11,6 millones corresponden a Otros Activos no Corrientes, que comprenden Activos Biológicos US\$1.3 millones, Inversiones permanentes US\$5,4 millones, Arrendamiento operativo US\$3.3 millones entre los principales.

Respecto del artículo 9, Capítulo I, Subtítulo I, Título III de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, el conjunto de valores en circulación de los procesos de emisión de obligaciones que mantiene el Emisor no superan el 200 % de su patrimonio, ya que a la presente fecha de actualización es del 45.7%.

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.

9. Calificación Final

La posición de liderazgo que mantiene en el sector en que participa le permite a la firma emisora asegurar un nivel de ingresos con el cual está en capacidad, gracias a una eficiente gestión operacional, de generar suficiente efectivo libre para cubrir con amplia holgura, los pagos debidos por las obligaciones financieras que componen su estructura financiera, entre ellas las originadas en los títulos sujetos al proceso de actualización.

Los miembros del Comité de Calificación luego de revisar los factores de riesgo cuantitativos y cualitativos presentados en el informe preliminar, y habiendo considerado las características propias del instrumento, se

pronuncian por asignar a la Tercera Emisión de Obligaciones de la compañía **INDUSTRIA LOJANA DE ESPECERÍAS ILE C.A por un monto hasta de US\$ 6.0 millones en la categoría de riesgo de AAA-**

9.1. Hechos Posteriores

Entre el 31 de Julio de 2019 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.

10. 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 SCRL 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 incursos en ninguna de las causales previstas en los literales del mencionado artículo. Además, cabe destacar que la calificación otorgada por la Calificadora, 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.

Danny Ortiz
Presidente
Septiembre de 2019

**SOCIEDAD CALIFICADORA DE RIESGO LATINOAMERICA
INDUSTRIA LOJANA DE ESPECERIAS ILE C.A.**
En dólares de los Estados Unidos de América

Fecha: sep/2019

	2012*	2013*	2014*	2015	2016	2017	2018	2019-Jul
RESULTADOS, RENTABILIDAD Y EFICIENCIA								
Ingresos	21,375,279.43	22,212,302.00	23,872,275.00	24,674,227.00	26,788,552.00	28,249,586.00	27,726,434.00	15,588,401.62
Costo de Ventas	-14,020,415.09	-14,029,357.00	-15,301,116.00	-15,480,703.00	-16,869,775.00	-18,997,510.00	-17,834,455.00	-10,407,101.86
Utilidad Bruta	7,354,864.34	8,182,945.00	8,571,159.00	9,193,524.00	9,918,777.00	9,252,076.00	9,891,979.00	5,181,299.76
Gastos Administrativos y Generales	-1,927,003.00	-2,079,043.00	-2,352,607.00	-2,372,704.00	-2,726,629.00	-3,187,594.00	-3,210,181.00	-1,791,882.44
Gastos de Venta	-3,198,398.00	-3,387,016.00	-3,319,157.00	-3,343,687.00	-3,515,348.00	-3,492,949.00	-3,618,774.00	-2,074,363.13
Utilidad Operativa	2,229,463.34	2,716,886.00	2,899,395.00	3,477,133.00	3,676,800.00	2,571,533.00	3,063,024.00	1,315,054.19
Otros Ingresos Operacionales								
Utilidad Operativa	2,229,463.34	2,716,886.00	2,899,395.00	3,477,133.00	3,676,800.00	2,571,533.00	3,063,024.00	1,315,054.19
Gastos Financieros	-217,066.00	-338,268.72	-642,451.00	-913,289.00	-1,124,129.00	-1,467,770.00	-1,335,790.00	-766,963.20
Otros Ingresos (Egresos) Netos	-560.00	-869.00	62,878.14	202,241.00	357,143.00	61,901.00	-46,089.00	-25,974.04
Utilidad Antes de Pago Impuestos y Particip.	2,011,837.34	2,377,748.28	2,319,822.14	2,766,085.00	2,909,814.00	1,165,664.00	1,681,145.00	522,116.95
Participación Empleados	-305,508.08	-359,935.00	-347,973.00	-414,913.00	-436,472.00	-174,850.00	-252,172.00	-
Impuesto a la Renta	-292,801.00	-406,351.00	-386,045.00	-450,409.00	-436,461.00	-189,226.00	-357,717.00	-
Utilidad Neta	1,413,528.26	1,611,462.28	1,585,804.14	1,900,763.00	2,036,881.00	801,588.00	1,071,256.00	522,116.95
EBITDA	2,599,053.34	3,142,198.00	3,355,829.00	3,951,283.00	4,281,258.00	3,117,230.00	3,638,592.00	1,700,569.69
% de variación nominal Ingresos	4.88%	3.92%	7.47%	3.36%	8.57%	5.45%	-1.85%	-
% de variación real Ingresos	0.69%	1.18%	3.67%	-0.02%	7.37%	5.67%	-2.12%	-43.86%
COGS	4.24%	0.06%	9.06%	1.17%	8.97%	12.61%	-6.12%	-41.65%
COGS/Ventas	65.59%	63.16%	64.10%	62.74%	62.97%	67.25%	64.32%	66.76%
Margen Bruto	34.41%	36.84%	35.90%	37.26%	37.03%	32.75%	35.68%	33.24%
Gastos Administrativos y Generales / Ventas	9.02%	9.36%	9.85%	9.62%	10.18%	11.28%	11.58%	11.49%
Gastos de Venta / Ventas	14.96%	15.25%	13.90%	13.55%	13.12%	12.36%	13.05%	13.31%
Gasto Operativos / Ventas	23.98%	24.61%	23.76%	23.17%	23.30%	23.65%	24.63%	24.80%
Margen Operativo	10.43%	12.23%	12.15%	14.09%	13.73%	9.10%	11.05%	8.44%
Otros Ingresos (Egresos) Netos/ Ventas	0.00%	0.00%	0.26%	0.82%	1.33%	0.22%	-0.17%	-0.17%
Margen Neto	6.61%	7.25%	6.64%	7.70%	7.60%	2.84%	3.86%	3.35%
Margen EBITDA	12.16%	14.15%	14.06%	16.01%	15.98%	11.03%	13.12%	10.91%
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	31.56%	30.93%	26.36%	27.20%	25.76%	10.12%	13.57%	6.50%
Retorno sobre Activo Promedio Ajustados (ROA) Anual	10.46%	10.05%	7.98%	8.01%	8.85%	3.78%	4.91%	2.42%
ESTRUCTURA FINANCIERA Y ENDEUDAMIENTO PATRIMONIAL								
Caja y Equivalentes de Caja	561,940.00	110,867.00	475,158.00	1,175,847.00	141,160.00	200,208.00	19,817.00	89,610.32
Deudores	4,559,635.00	5,331,393.00	7,571,341.00	7,919,815.00	7,045,440.00	7,249,467.00	6,733,314.00	5,637,894.51
Existencias	2,980,183.78	3,680,109.00	3,871,562.00	4,523,938.00	4,426,386.00	4,349,601.00	4,817,741.00	4,489,004.52
Propiedad, planta y Equipo	4,644,938.00	6,233,279.00	8,217,721.00	10,386,589.00	7,727,613.00	7,964,393.00	9,399,609.00	9,388,384.12
Otros Activos Corrientes	171,139.00	729,154.00	778,768.00	880,599.00	1,437,674.00	1,778,165.00	1,017,857.00	1,550,592.02
Otros Activos No Corrientes	255,475.00	237,155.00	5,791,281.00	6,459,186.00	10,501,332.00	10,852,420.00	11,624,862.00	11,617,230.62
ACTIVOS TOTALES	13,173,310.78	16,321,957.00	26,705,831.00	31,345,974.00	31,279,605.00	32,394,254.00	33,613,200.00	32,773,616.11
Passivo Financiero C/P	272,749.00	1,275,468.00	1,179,158.00	1,631,866.00	3,371,976.00	2,281,975.00	2,125,665.00	2,741,976.55
Passivo Financiero L/P (incluye Porción Corriente)	2,823,266.00	3,101,187.92	8,481,148.00	12,390,612.00	10,545,740.00	14,696,072.00	14,209,734.00	12,510,875.98
Passivos con Proveedores	2,438,118.00	3,006,664.00	2,863,522.00	3,002,085.00	2,990,066.00	2,586,500.00	3,451,227.00	2,986,458.31
Otros Pasivos Corrientes	1,221,383.00	1,539,220.00	2,937,892.00	3,590,725.00	3,598,061.00	2,420,546.00	2,564,119.00	3,388,253.33
Otros Pasivos No Corrientes	1,623,767.00	1,771,965.00	4,839,236.00	3,161,570.00	2,526,093.00	2,809,621.00	3,076,808.00	3,310,363.13
PASIVOS TOTALES	8,379,283.00	10,694,504.92	20,300,956.00	23,776,858.00	23,031,936.00	24,794,714.00	25,427,553.00	24,888,499.30
PATRIMONIO								
Capital de trabajo comercial	5,101,700.78	6,004,838.00	8,579,381.00	9,441,668.00	8,481,760.00	9,012,568.00	8,099,828.00	7,141,340.72
Capital de trabajo	4,613,396.78	5,305,639.00	6,895,415.00	7,907,389.00	6,462,533.00	8,570,395.00	6,573,383.00	5,442,717.73
Propiedad, planta y Equipo	4,644,938.00	6,233,279.00	8,217,721.00	10,386,589.00	7,727,613.00	7,964,393.00	9,399,609.00	9,388,384.12
Otros Activos menos Pasivos no corrientes	-1,368,292.00	-1,534,810.00	952,045.00	3,297,616.00	7,975,239.00	8,042,799.00	8,548,054.00	8,306,867.49
ACTIVOS AJUSTADOS TOTALES	7,890,042.78	10,004,108.00	16,065,181.00	21,591,594.21	22,165,385.00	24,577,587.00	24,521,046.00	23,137,969.34
Deuda Bancaria C.P.	272,749.00	1,275,468.00	1,179,158.00	1,631,866.00	3,371,976.00	2,281,975.00	2,125,665.00	2,741,976.55
Obligaciones Financieras L.P. (Incluye Porción Corriente)	2,823,266.00	3,101,187.92	8,481,148.00	12,390,612.00	10,545,740.00	14,696,072.00	14,209,734.00	12,510,875.98
TOTAL PASIVOS CON COSTO	3,096,015.00	4,376,655.92	9,660,306.00	14,022,478.00	13,917,716.00	16,978,047.00	16,335,399.00	15,252,852.53
TOTAL INVERSIONES EN ACCIONES	4,794,028.89	5,627,450.98	6,404,875.20	7,569,116.21	8,247,669.21	7,599,540.21	8,185,649.21	7,885,117.01
TOTAL CAPITAL INVERTIDO	7,890,043.89	10,004,106.90	16,065,181.20	21,591,594.21	22,165,385.21	24,577,587.21	24,521,048.21	23,137,969.54
Deuda Financiera / Capital invertido	39.24%	43.75%	60.13%	64.94%	62.79%	69.08%	66.62%	65.92%
Inversiones en acciones / Capital invertido	60.76%	56.25%	39.87%	35.06%	37.21%	30.92%	33.38%	34.08%
Deuda Financiera / Patrimonio	0.65	0.78	1.51	1.85	1.69	2.23	2.00	1.93
Deuda Financiera / EBITDA	1.19	1.39	2.88	3.55	3.25	5.45	4.49	8.97
Pasivos C.P./Deuda Financiera	8.81%	29.14%	12.21%	11.64%	24.23%	13.44%	13.01%	17.98%
Pasivos L.P./Deuda Financiera	91.19%	70.86%	87.79%	88.36%	75.77%	86.56%	86.99%	82.02%
Deuda Financiera / Activos	23.50%	26.81%	36.17%	44.73%	44.49%	52.41%	48.60%	46.54%
Deuda Financiera / Activos Ajustados	39.24%	43.75%	60.13%	64.94%	62.79%	69.08%	66.62%	65.92%
Capital de trabajo comercial / Ventas	0.24	0.27	0.36	0.38	0.32	0.32	0.29	0.46
Ventas / Activos Ajustados	2.71	2.22	1.49	1.14	1.21	1.15	1.13	0.67
Ratio de liquidez	1.79	1.51	1.60	1.65	1.23	1.34	1.32	1.15
Prueba Acida	0.63	0.58	0.43	0.42	0.37	0.37	0.31	0.29
CxC días	78	88	116	67	55	54	51	76
Inv. Días	78	96	92	61	55	48	57	91
CxP días	63	78	68	41	37	29	41	60
Ciclo de efectivo (días)	92	105	140	88	73	73	67	106

CAPACIDAD DE GENERACIÓN DE FLUJOS Y COBERTURA HISTÓRICA					2016	2017	2018	2019-Jul
	2012*	2013*	2014*	2015				
Flujo Depurado Ajustado	2,898,196.86	3,411,530.47	3,581,332.39	4,208,844.96	4,648,121.11	3,192,177.45	3,607,245.84	1,674,595.65
Activos Promedio Ajustados	13,509,922.79	16,032,106.98	19,879,644.07	23,716,956.11	23,020,035.79	21,226,026.16	21,824,679.31	21,587,753.58
% Rent. Act. Prom. Ejerc:	21.45%	21.28%	18.02%	17.75%	20.19%	15.04%	16.53%	13.30%
Deuda Financiera								15,252,852.00
Gastos Financieros								781,059.20
Flujo Depurado Ajustado								3,511,079.74
Cobertura Financiera Histórica								4.50
D.P.D.								3.91

CAPACIDAD DE GENERACIÓN DE FLUJOS Y COBERTURA PROYECTADA									
	Sem 1	Sem 2	Sem 3	Sem 4	Sem 6	Sem 7	Sem 8	Sem 9	Sem 10
Flujo Depurado Proyectado	1,802,378.87	1,899,750.16	1,938,479.32	1,978,723.19	2,014,215.79	2,051,106.96	2,070,533.77	2,090,594.37	2,090,049.31
Activos Promedio	35,517,288.69	39,261,217.38	40,622,091.70	41,035,408.92	41,046,695.45	41,157,099.01	41,567,523.97	42,134,491.93	42,867,389.04
% Rent. Act. Prom. Ejerc:	5.07%	4.84%	4.77%	4.82%	4.91%	4.98%	4.98%	4.96%	4.88%
Deuda Financiera Proyectada	20,086,554.94	21,452,662.50	21,525,889.88	20,951,108.98	20,154,526.77	19,711,822.05	19,466,659.41	19,304,631.21	19,374,380.64
Cobertura Financiera Proyectada		3.82							
D.P.D. Proyectado		3.53							