

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO
SEGUNDA EMISIÓN DE OBLIGACIONES – ICESA S.A.

Quito - Ecuador

Sesión de Comité No. 134/2020, del 30 de octubre de 2020
Información Financiera cortada al 31 de agosto de 2020

Analista: Econ. Roberto Jordán
roberto.jordan@classrating.ec
www.classinternationalrating.com

ICESA S.A. se constituyó bajo leyes ecuatorianas, en la ciudad de Guayaquil, mediante escritura pública del 24 de febrero de 1965 e inscrita en el Registro Mercantil el 04 de marzo del mismo año, inicialmente bajo la denominación de Industria Electrónica S.A. I.C.E.S.A., misma que fue cambiada a la vigente el 31 de enero de 2007. El objeto social de la Compañía es 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, entre otros. La comercialización de sus productos la realiza a través de sus cadenas de almacenes bajo los nombres comerciales de: "Japón", "Japón Motors", "Orve Hogar", "Samsung" y "Loco Luis"

Revisión

Resolución No. SCVS-IRQ-DRMV-SAR-2018-00001948, emitida el 01 de marzo de 2018

Fundamentación de la Calificación

El Comité de Calificación reunido en sesión No. 134/2020 del 30 de octubre de 2020, decidió otorgar la calificación de **"AA-" (Doble A menos)** a la Segunda Emisión de Obligaciones – ICESA S.A. por un monto de diez millones de dólares (USD 10'000.000,00).

Categoría AA: "Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una muy 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".

La categoría de calificación descrita puede incluir signos de más (+) o menos (-). El signo de más (+) indicará que la calificación podría subir hacia su inmediata superior, mientras que el signo menos (-) advertirá descenso a la categoría inmediata inferior.

La calificación de riesgo representa la opinión independiente de CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. sobre la probabilidad crediticia de que un determinado instrumento sea pagado en las condiciones prometidas en el contrato de emisión. Son opiniones fundamentadas sobre el riesgo crediticio relativo de los títulos o valores, por lo que no se considera el riesgo de pérdida debido a otros factores de riesgos que no tengan analogía con el riesgo de crédito, a no ser que de manera determinada y especial sean analizados y considerados dichos riesgos. Se debe indicar que, de acuerdo a lo dispuesto por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, la presente calificación de riesgo **"no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor, ni implica una garantía del pago del mismo, ni estabilidad de un precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado a éste."**

La información presentada y utilizada en los análisis que se publican en este estudio técnico proviene de fuentes oficiales del emisor, por lo que dicha información publicada en este informe se lo realiza sin haber sufrido ningún cambio. El emisor es responsable de la información proporcionada a CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. para el presente estudio técnico de calificación. El emisor tiene la responsabilidad de haber entregado y proporcionado la información en forma completa, veraz, oportuna, ordenada, exacta y suficiente; y por lo tanto, el emisor asume absoluta responsabilidad respecto de la información y/o documentación proporcionada a CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. o a terceros que constituyen fuente para la Calificadora. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. no garantiza la exactitud o integridad de la información recibida y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el uso de esa información. La calificadora no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida.

La presente Calificación de Riesgos tiene una vigencia de seis meses o menos, en caso que la calificadora decida revisarla en menor plazo.

La calificación otorgada a la Segunda Emisión de Obligaciones – ICESA S.A., se fundamenta en:

Sobre el Emisor:

- Los ejecutivos de la compañía poseen un amplio conocimiento del mercado en el cual han incursionado, lo cual le ha permitido obtener una mayor penetración en el mercado en que desenvuelve sus operaciones.
- La comercialización de sus productos la realiza a través de sus cadenas de almacenes bajo los nombres comerciales de: "Japón", "Japón Motors", "Orve Hogar", "Samsung" y "Loco Luis".

- Los ingresos ordinarios de la compañía mostraron una tendencia creciente entre los años 2016 y 2018, pues pasaron de USD 141,88 millones a USD 166,31 millones, gracias a las estrategias implementadas por la compañía y la eliminación de las salvaguardas (cabe considerar que en 2018 fue el mundial de fútbol, por lo que fue un año atípico en la venta de televisores); sin embargo, para 2019 los ingresos decrecieron en un 26,21%, en comparación a 2018, debido a la recesión económica que atraviesa el país, así como por las protestas que paralizaron al país en octubre de 2019, desatadas por las medidas económicas tomadas por el gobierno. Para agosto de 2020 los ingresos ordinarios bajaron a USD 41,69 millones, es decir un 39,01% menos respecto a su similar de 2019, cuando arrojaron una suma de USD 68,36 millones, comportamiento que obedece al cierre de 198 locales debido al confinamiento por la emergencia sanitaria (COVID-19).
- Los costos de ventas y gastos operacionales fueron cubiertos de manera aceptable por sus ingresos, lo que le permitió generar un margen operativo positivo durante los años 2016, 2018 y 2019 (1,30%, 2,85% y 3,84% de los ingresos respectivamente). Para agosto de 2020, los ingresos no lograron cubrir los costos y gastos operativos, lo que generó el registro de una pérdida operativa para este periodo (-2,43% de los ingresos).
- Luego del registro de gastos financieros, otros ingresos y egresos y el impuesto a la renta, el margen neto generado por ICESA S.A. presentó diferentes comportamientos, producto de las fluctuaciones registradas en las ventas, es así que pasó de representar un 0,72% de los ingresos en 2016, a una pérdida (-1,93% de los ingresos) en 2017, para después recuperarse levemente en 2019, llegando a un 0,07% de los ingresos. Para agosto de 2020, la compañía registró una pérdida al final del periodo que significó un -12,56% de los ingresos, debido a la recesión económica que atraviesa el país, lo que repercutió sobre el dinamismo del segmento comercial en general, además del confinamiento y suspensión de actividades originados por el COVID-19.
- El EBITDA (acumulado) de la compañía presentó un comportamiento fluctuante, producto de la variación registrada en el margen operativo, es así que pasó de representar un 3,11% de los ingresos en 2016 hasta un 0,42% en 2017; sin embargo, para 2019 se registró una mejoría en el margen operativo, llegando a significar el EBITDA (acumulado) un 5,06% de los ingresos. No obstante, para agosto de 2020, el EBITDA (acumulado) registró el -1,02% de los ingresos, debido al registro de un margen operativo negativo, esto evidencia que la compañía disminuyó notablemente la generación de recursos propios que le permitan cubrir de manera aceptable sus gastos financieros y obligaciones en general.
- El total de activos de la compañía presentó una tendencia creciente, desde USD 93,72 millones en 2016 hasta USD 120,77 millones en 2019, sin embargo, para agosto de 2020 se registró un decrecimiento del -2,29%, llegando a totalizar la suma de USD 117,99 millones, debido al decrecimiento de su efectivo y equivalentes de efectivo, inventarios, propiedad, planta y equipo, entre otros.
- La antigüedad de las cuentas por cobrar (neto) de ICESA S.A. presentó a agosto de 2020, una cartera por vencer del 44,88%, mientras que el restante 55,12% representó a cartera vencida. Estos resultados eventualmente podrían incurrir en un posible riesgo de incobrabilidad y posibles pérdidas para la compañía.
- El total de los pasivos de ICESA S.A. presentó una tendencia creciente sobre el financiamiento de los activos, es así que luego de fondear el 74,07% en 2016, pasó a un 81,26% en diciembre de 2019 y un 85,26% de los activos en agosto de 2020, debido al incremento de sus obligaciones con costo. Lo mencionado revela la política de financiamiento de la compañía, que privilegia el uso de pasivos para el financiamiento de activos.
- El patrimonio presentó un comportamiento a la baja sobre el financiamiento de los activos, pues pasó de un 25,93% en 2016 a un 18,74% en 2019 y un 14,74% de los activos en agosto de 2020. Este último comportamiento obedece al registro de una importante pérdida.
- Los indicadores de razón circulante o corriente se ubicaron sobre la unidad, lo que redundó en un capital de trabajo positivo que para 2019 significó el 10,28% de los activos y a agosto de 2020 el 23,71% de los activos.
- La declaratoria de emergencia sanitaria en Ecuador, en virtud de la pandemia provocada por el Coronavirus (COVID19), aceleró el deterioro de la situación económica del país y de sus habitantes, acentuándose la recesión económica hacia una contracción. La forzada paralización de muchos agentes económicos determinó una ruptura de la cadena de pagos y una reducción del empleo. Esto, sumado a otros factores, causó que muchos microempresarios, pequeños negocios, emprendedores, comerciantes y personas naturales vean sus ingresos y flujos afectados, por lo cual ya no están en capacidad de continuar cumpliendo sus obligaciones con los prestamistas en los plazos y términos pactados, demandando de reestructuraciones y diferimientos en algunos casos, mientras que en otros han caído en suspensiones de pagos. En Ecuador, a partir del mes de marzo de 2020, la cartera vencida de las instituciones bancarias, mutualistas, cooperativas, fundaciones y otros, muestra una tendencia al alza a pesar de las facilidades otorgadas por muchas de estas instituciones y organizaciones para brindar facilidades de pagos y distintos plazos a sus clientes. Este problema de cartera vencida tiene perspectivas negativas y de una mayor siniestralidad, demandando

mayores provisiones para potenciales pérdidas y nuevos requerimientos de liquidez para mantener las actividades, ante una reducción de la recuperación de recursos. ICESA S.A. deberá estar atenta al tratamiento que da a su cartera y el estado de sus clientes, frente a este escenario.

Sobre la Emisión:

- A los 05 días del mes de enero de 2018, la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de ICESA S.A., compuesta por la totalidad de los accionistas, en forma unánime resolvió autorizar la Segunda Emisión de Obligaciones, por un monto de hasta USD 10,00 millones el mismo que se encuentra respaldado por una garantía general.
- Posteriormente, con fecha 30 de enero de 2018, ICESA S.A. como emisor, conjuntamente con el Estudio Jurídico Bondholder Representative S.A. como Representante de los Obligacionistas, suscribieron el contrato de la Segunda Emisión de Obligaciones.
- Hasta el 31 de agosto de 2020, luego de haber cancelado de manera oportuna el noveno dividendo de intereses, el saldo de capital de la Clase A ascendió a USD 5,00 millones.
- La Segunda Emisión de Obligaciones se encuentra respaldada por una garantía general, por lo tanto, el emisor está obligado a cumplir con los resguardos que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, los mismos que se detallan a continuación:
 - ✓ Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor:
 - a. Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y
 - b. Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.
 - ✓ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
 - ✓ Mantener, durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.
 - Al 31 de agosto de 2020, la compañía cumplió con los resguardos listados anteriormente.
- Como resguardos adicionales, el Emisor mantendrá durante la vigencia de la emisión:
 - ❖ Un nivel de pasivo financiero (bancos locales e internacionales y emisiones) sobre patrimonio, igual o menor a 3,0 veces.
 - La relación al 31 de agosto de 2020, fue de 2,93 veces, cumpliendo con lo mencionado en un inicio.
 - ❖ Reparto de dividendos en efectivo hasta el 50% de los resultados acumulados.
 - Según certificado emitido por la compañía, el emisor, cumplió con este resguardo.
- Al 31 de agosto de 2020 la compañía contó con activos menos las deducciones que contempla la normativa, por la suma de USD 100,65 millones, siendo el 80,00% de los mismos, USD 80,52 millones, presentando este último una cobertura de 16,10 veces sobre el saldo de capital de la Emisión, cumpliendo de esta manera con los parámetros establecidos en la normativa.
- Las proyecciones realizadas dentro de la estructuración financiera indicaron, según como fueron establecidas, una adecuada disponibilidad de fondos para atender el servicio de la deuda, sin embargo, a agosto de 2020, los resultados fueron inferiores a lo proyectado en un inicio.

Riesgos Previsibles en el Futuro

La categoría de calificación asignada según lo establecido en el literal g, numeral 1, del Artículo 10 de la Sección II, del Capítulo II del Título XVI, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros, también toma en consideración los riesgos previsibles en el futuro, los cuales se detallan a continuación:

- El negocio de ICESA S.A. está expuesto a los riesgos inherentes a toda actividad empresarial, pues la incertidumbre que se pueda generar por políticas económicas gubernamentales podría conllevar la reducción del consumo de este tipo de productos.

- Un deterioro en el poder adquisitivo de los ecuatorianos, potencialmente podría significar una reducción sobre el consumo de los productos que comercializa la compañía, lo cual incidiría en el nivel de ingresos de la misma y consecuentemente afectar sus resultados.
- Otro riesgo al que está expuesta la compañía, se encuentra relacionado con escenarios económicos adversos que podrían afectar la capacidad de pago de los clientes a quienes les ha facturado, lo cual podría afectar el flujo de la compañía.
- Ingreso de nuevos competidores o crecimiento de la competencia, lo cual podría reducir su participación en el mercado y el portafolio de clientes.
- La concentración de cartera en pocos clientes podría derivar en afectaciones al flujo, en el evento de que esos pocos clientes incumplan con sus obligaciones. Este riesgo es mitigado con la alta atomización de las ventas en un número importante de clientes.
- La implementación de nuevas políticas gubernamentales restrictivas, ya sean fiscales, tributarias (mayores impuestos, mayores aranceles, nuevos impuestos), u otras, representan un riesgo que genera incertidumbre en los diferentes sectores de la economía, que eventualmente podrían verse afectadas o limitadas en sus operaciones debido a ello.
- La pandemia que sufre el planeta por el COVID-19, incluyendo a Ecuador, está deteniendo la actividad comercial internacional y local. Esta situación generó que el país adopte medidas que han detenido la operación de varias empresas, generando una detención de sus ventas e ingresos, en muchos casos, por lo que los efectos económicos de esta actual situación no se pueden pronosticar y generan incertidumbre.
- El precio del barril de petróleo que comercializa nuestro país ha caído significativamente en los mercados internacionales en estas últimas semanas, afectando significativamente los ingresos del Ecuador por este rubro. Así mismo, han caído los ingresos del país por una reducción de exportaciones de algunos de sus principales productos no petroleros, tanto por precios como por volúmenes. La pandemia mundial ha determinado que varios países reduzcan sus pedidos de muchos productos ecuatorianos.

Según lo establecido en el literal i, numeral 1, del Artículo 10 de la Sección II, del Capítulo II del Título XVI, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, los riesgos previsible de la calidad de los activos que respaldan la emisión, y su capacidad para ser liquidados, se encuentran en los aspectos que se señalan a continuación:

Primero se debe indicar que los activos que respaldan la emisión son: Inventarios libres de gravamen, por lo que los riesgos asociados a estos rubros podrían ser:

- Los inventarios de la empresa que respaldan la emisión podrían estar sujetos a riesgos relacionados con el mal uso, o eventos ajenos y fuera de control de la compañía, como es el caso de incendios, atentados, robo, u otros similares. No obstante, con la finalidad de mitigar lo mencionado la compañía cuenta con amplias medidas de seguridad para resguardar la mercadería, asimismo cuenta con diversas pólizas de seguros debidamente contratadas.
- El inventario que respalda la emisión, si no es objeto de una adecuada gestión, podría padecer de bajas rotaciones, calificándose en un determinado momento incluso como obsoleto.
- La falta de condiciones apropiadas para mantener intactas las características de los productos mientras se encuentren almacenados en inventario.
- Afectaciones de tipo natural como es el caso de inundaciones, temblores, entre otros, podrían ocasionar un alto grado de afectación sobre los inventarios.
- Finalmente, los inventarios que respaldan la emisión presentan un grado bajo para ser liquidados, por lo que su liquidación podría depender de que la empresa esté normalmente operando y de que los activos no hayan caído en obsolescencia.

Las consideraciones de la capacidad para ser liquidado un activo son sumamente subjetivas y poco predecibles. La capacidad para ser liquidado un activo puede cambiar en cualquier momento. Por lo tanto, los criterios básicos y opiniones emitidos por CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. sobre la capacidad para ser liquidado un activo son referenciales, no garantizan exactitud y no representa que un activo pueda o no ser liquidado, ni que se mantenga su valor, ni una estabilidad en su precio.

Áreas de Análisis en la Calificación de Riesgos:

La información utilizada para realizar el análisis de la calificación de riesgo de la Segunda Emisión de Obligaciones ICESA S.A., es tomada de fuentes varias como:

- Estructuración Financiera (Proyecciones de Ingresos, Costos, Gastos, Financiamiento, Flujo de Caja, etc.).
- Escritura de la Segunda Emisión de Obligaciones.
- Acta de la Junta General Extraordinaria Universal de Accionistas del 05 de enero de 2018.
- Declaración Juramentada de los activos que respaldan la emisión.
- Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales auditados de los años 2016, 2017, 2018 y 2019 de ICESA S.A., así como los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales internos no auditados, sin notas financieras, al 31 de agosto de 2019 y 31 de agosto de 2020. Es relevante indicar que todos los EEFF de la compañía se encuentran bajo NIIF's.
- Informe semestral del Representante de los obligacionistas.
- Entorno Macroeconómico del Ecuador.
- Situación del Sector y del Mercado en el que se desenvuelve el Emisor.
- Calidad del Emisor (Perfil de la empresa, administración, descripción del proceso operativo, etc.).
- Información levantada "in situ" durante el proceso de diligencia debida.
- Información cualitativa proporcionada por la empresa Emisora.

En base a la información antes descrita, se analiza entre otras cosas:

- El cumplimiento oportuno del pago del capital e intereses y demás compromisos, de acuerdo con los términos y condiciones de la emisión, así como de los demás activos y contingentes.
- Las provisiones de recursos para cumplir, en forma oportuna y suficiente, con las obligaciones derivadas de la emisión.
- La posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, en el caso de quiebra o liquidación de éstos.
- La capacidad de generar flujo dentro de las proyecciones del emisor y las condiciones del mercado.
- Comportamiento de los órganos administrativos del emisor, calificación de su personal, sistemas de administración y planificación.
- Conformación accionaria y presencia bursátil.
- Consideraciones de riesgos 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.

El Estudio Técnico ha sido elaborado basándose en la información proporcionada por la compañía y sus asesores, así como el entorno económico y político más reciente. En la diligencia debida realizada en las instalaciones de la compañía, sus principales ejecutivos proporcionaron información sobre el desarrollo de las actividades operativas de la misma, y demás información relevante sobre la empresa. Se debe recalcar que CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., no ha realizado auditoría sobre la misma.

El presente Estudio Técnico se refiere al informe de Calificación de Riesgo, el mismo que comprende una evaluación de aspectos tanto cualitativos como cuantitativos de la organización. Al ser títulos que circularán en el Mercado de Valores nacional, la Calificadora no considera el "riesgo soberano" o "riesgo crediticio del país". Debe indicarse que esta calificación de riesgo es una opinión sobre la solvencia y capacidad de pago de ICESA S.A., para cumplir los compromisos derivados de la emisión en análisis, en los términos y condiciones planteados, considerando el tipo y característica de la garantía ofrecida. Esta opinión será revisada en los plazos estipulados en la normativa o cuando las circunstancias lo ameriten.

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO

INTRODUCCIÓN

Aspectos Generales de la Emisión

En la ciudad de Quito, a los 05 días del mes de enero de 2018, se reunió la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de ICESA S.A., misma que estuvo conformada por el 100% de sus accionistas y resolvió por unanimidad, autorizar que la compañía realice la Segunda Emisión de Obligaciones, por un monto de hasta USD 10'000.000,00.

Posteriormente, ICESA S.A. como Emisora, conjuntamente con el Estudio Jurídico Bondholder Representative S.A. como Representante de los Obligacionistas, con fecha 30 de enero de 2018, ante la Notaria Segunda del Cantón Rumiñahui, suscribieron el contrato de la Segunda Emisión de Obligaciones ICESA S.A., de donde se desprenden las siguientes características:

CUADRO 1: ESTRUCTURA DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

SEGUNDA EMISIÓN DE OBLIGACIONES ICESA S.A.				
Emisor	ICESA S.A.			
Monto	Hasta USD 10'000.000,00			
Moneda	Dólares de los Estados Unidos de América			
Títulos de las obligaciones	Valores Desmaterializados a través del Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A. El valor nominal mínimo de dichos valores será de USD 1,00.			
Rescates Anticipados	Podrán efectuarse rescates anticipados mediante acuerdos que se establezcan entre el emisor y los obligacionistas, previa resolución unánime de los obligacionistas.			
Underwriting	El emisor suscribió un contrato Underwriting con MERCAPITAL Casa de Valores S.A., bajo la modalidad del mejor esfuerzo.			
Clase, Monto, Plazo y Tasa	CLASE	MONTO	PLAZO	TASA DE INTERÉS
	A	USD 10.000.000,00	1.440 días	8,50% fija anual
Responsable y Asesor	MERCAPITAL Casa de Valores S.A.			
Agente Pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.			
Tipo de Garantía	Garantía General de acuerdo a lo estipulado en el Art. 162 Ley de Mercado de Valores.			
Amortización Capital	Cada 180 días.			
Pago de Intereses	Cada 90 días.			
Forma de Cálculo intereses	Base 30/360.			
Destino de los recursos	100% para financiar Capital de Trabajo operativo.			
Fecha de generación de intereses	La fecha en que los valores sean negociados en forma primaria.			
Representante de Obligacionistas	Bondholder Representative S.A.			
Sistema de Colocación	A través del Mercado Bursátil.			
Resguardos establecidos del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros.	<p>Conforme lo que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros en el artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentren en circulación las obligaciones:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor: <ol style="list-style-type: none"> a. Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1) a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y b. Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo. • No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. • Mantener, durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.. 			
Limitaciones de Endeudamiento	<ul style="list-style-type: none"> • El Emisor se compromete a mantener durante la vigencia de la emisión: <ul style="list-style-type: none"> ❖ Un nivel de pasivo financiero (bancos locales e internacionales y emisiones) sobre patrimonio, igual o menor a 3,0 veces. ❖ Reparto de dividendos en efectivo hasta el 50% de los resultados acumulados. 			

Fuente: Contrato de emisión / Elaboración: Class International Rating

A continuación se presenta el esquema bajo el cual se realiza la amortización de capital y pago de intereses a los obligacionistas.

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

CLASE A				
Fecha	Capital	Interés	Dividendo	Saldo
27-mar-18				10.000.000,00
27-jun-18	-	212.500,00	212.500,00	10.000.000,00
27-sep-18	1.250.000,00	212.500,00	1.462.500,00	8.750.000,00
27-dic-18	-	185.937,50	185.937,50	8.750.000,00
27-mar-19	1.250.000,00	185.937,50	1.435.937,50	7.500.000,00
27-jun-19	-	159.375,00	159.375,00	7.500.000,00
27-sep-19	1.250.000,00	159.375,00	1.409.375,00	6.250.000,00
27-dic-19	-	132.812,50	132.812,50	6.250.000,00
27-mar-20	1.250.000,00	132.812,50	1.382.812,50	5.000.000,00
27-jun-20	-	106.250,00	106.250,00	5.000.000,00
27-sep-20	1.250.000,00	106.250,00	1.356.250,00	3.750.000,00
27-dic-20	-	79.687,50	79.687,50	3.750.000,00
27-mar-21	1.250.000,00	79.687,50	1.329.687,50	2.500.000,00
27-jun-21	-	53.125,00	53.125,00	2.500.000,00
27-sep-21	1.250.000,00	53.125,00	1.303.125,00	1.250.000,00
27-dic-21	-	26.562,50	26.562,50	1.250.000,00
27-mar-22	1.250.000,00	26.562,50	1.276.562,50	-
Total	10.000.000	1.912.500	11.912.500	

Fuente: Estructuración financiera / Elaboración: Class International Rating

Situación de la Emisión de Obligaciones (31 de agosto de 2020)

Con fecha 01 de marzo de 2018, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros resolvió aprobar la Emisión de Obligaciones por un monto de hasta USD 10,00 millones, bajo la Resolución No. SCVS-IRQ-DRMV-SAR-2018-00001948, que fue inscrita en el Catastro Público del Mercado de Valores el 07 de marzo de 2018, determinando además un plazo de vigencia de la oferta pública hasta el 01 de diciembre de 2018.

Colocación de los Valores

Con fecha 27 de marzo de 2018, MERCAPITAL Casa de Valores S.A. (Agente Colocador) inició la colocación de los valores correspondientes a la presente Emisión de Obligaciones, hasta el 28 de mayo del mismo año logró colocar entre diferentes inversionistas, el 100% de los valores aprobados (USD 10,00 millones).

Saldo de Capital

Hasta el 31 de agosto de 2020, luego de haber cancelado de manera oportuna el noveno dividendo de intereses, el saldo de capital de la Clase A ascendió a USD 5,00 millones.

Garantías y Resguardos

Conforme lo que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros en el artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentren en circulación las obligaciones:

- ❖ Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor:
 - a. Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y;
 - b. Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.
- ❖ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.

❖ Mantener, durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

✓ Al 31 de agosto de 2020, la compañía cumplió con los resguardos listados anteriormente.

Cabe señalar que el incumplimiento de los resguardos antes mencionados dará lugar a declarar de plazo vencido todas las emisiones, según lo estipulado en el artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Limitaciones de Endeudamiento

Como limitaciones de endeudamiento, el Emisor mantendrá durante la vigencia de la emisión:

- Un nivel de pasivo financiero (bancos locales e internacionales y emisiones) sobre patrimonio, igual o menor a 3,0 veces.
- Reparto de dividendos en efectivo hasta el 50% de los resultados acumulados.

A continuación se evidencia el cumplimiento de las medidas cuantificables de la Emisión de Obligaciones:

CUADRO 3: PARÁMETROS CUANTIFICABLES

INDICADOR	Límite establecido	Semestre	ago-20	Cumplimiento
Indicador promedio de liquidez	Mayor o igual a 1	1,31 veces	-	Sí
Activos reales / Pasivos	Mayor o igual a 1	-	1,12 veces	Sí
Pasivo financiero / Patrimonio	Igual o menor a 3	-	2,93 veces	Sí
Reparto de dividendos en efectivo	Hasta el 50% de resultados acumulados	-	0,00%	Sí

Fuente: ICESA S.A. / Elaboración: Class International Rating

En el siguiente cuadro se presenta el detalle del cálculo del indicador promedio de liquidez. En virtud de que la aprobación de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros se realizó en el mes de marzo, el promedio se calculará en semestres marzo-agosto y septiembre-febrero, según corresponda.

CUADRO 4: CÁLCULO DEL INDICADOR PROMEDIO DE LIQUIDEZ

Rubro	mar-20	abr-20	may-20	jun-20	jul-20	ago-20	PROMEDIO
Activos corrientes	95.916.053	95.280.335	93.800.191	90.266.770	92.965.992	90.333.042	
Pasivos corrientes	77.349.255	78.090.243	74.103.216	70.782.005	65.089.293	62.354.832	
Índice Liquidez	1,24	1,22	1,27	1,28	1,43	1,45	1,31

Fuente: ICESA S.A. / Elaboración: Class International Rating

Monto Máximo de Emisión

La Segunda Emisión de Obligaciones está respaldada por una Garantía General otorgada por ICESA S.A., lo que conlleva a analizar la estructura de los activos de la empresa. Dicho esto, se pudo apreciar que al 31 de agosto de 2020, ICESA S.A. estuvo conformada por un total de activos de USD 117,99 millones, de los cuales el 88,03% son activos libres de gravamen. A continuación se evidencia el detalle de lo mencionado:

CUADRO 5: ACTIVOS LIBRES DE GRAVAMEN, ICESA S.A. (USD Agosto 2020)

Concepto	Libres	%
Disponibles	536.124	0,52%
Exigibles	55.518.309	53,45%
Realizables	25.017.326	24,08%
Activo Fijo	1.358.145	1,31%
Otros activos	21.448.011	20,65%
TOTAL	103.877.915	100,00%

Fuente: ICESA S.A. / Elaboración: Class International Rating

CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. procedió a verificar que la información que consta en el certificado del cálculo del monto máximo de la emisión de la empresa, con rubros financieros cortados al

31 de agosto de 2020, suscrita por el representante legal del emisor, esté dando cumplimiento a lo que estipula el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, que señala que: “El monto máximo para emisiones amparadas con garantía general, deberá calcularse de la siguiente manera: Al total de activos del emisor deberá restarse lo siguiente: los activos diferidos o impuestos diferidos; los activos gravados; los activos en litigio y el monto de las impugnaciones tributarias, independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren; el monto no redimido de obligaciones en circulación; el monto no redimido de titularización de flujos futuros de fondos de bienes que se espera que existan en los que el emisor haya actuado como originador; los derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros; cuentas y documentos por cobrar provenientes de la negociación de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados; saldo de los valores de renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores; y, las inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias¹.

Una vez efectuadas las deducciones antes descritas, se calculará sobre el saldo obtenido el 80%, siendo este resultado el monto máximo a emitir.

La relación porcentual del 80% establecida en este artículo deberá mantenerse hasta la total redención de las obligaciones, respecto del monto de las obligaciones en circulación. El incumplimiento de esta disposición dará lugar a declarar de plazo vencido a la emisión, según lo estipulado en el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo apreciar que la compañía, con fecha 31 de agosto de 2020, presentó un monto de activos menos las deducciones que establece la normativa de USD 100,65 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 80,52 millones, determinando que el saldo de capital de la Segunda Emisión de Obligaciones se encuentra dentro de los parámetros establecidos en la normativa. Por otro lado se pudo apreciar que el monto máximo de emisión de la compañía presentó una cobertura de 16,10 veces sobre el saldo de capital de la Emisión.

CUADRO 6: CÁLCULO DEL MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN DE ICESA S.A.

Descripción	ago-20
Total Activos	117.997.753
(-) Activos Diferidos o Impuestos diferidos	1.081.246
(-) Activos Gravados	14.119.838
(-) Activos en Litigio y monto de las impugnaciones tributarias ²	-
(-) Monto no redimido de Obligaciones en circulación	1.500.000
(-) Monto no redimido de Titularizaciones de Flujos de Fondos de bienes que se esperan que existan ³	-
(-) Derechos Fiduciarios ⁴	-
(-) Inversiones en Acciones en compañías nacionales o extranjeras ⁵	650.000
Total Activos con Deducciones señaladas por la normativa	100.646.669
Monto Máximo de la emisión = 80.00% de los Activos con Deducciones	80.517.335
Capital Segunda Emisión Obligaciones a largo plazo	5.000.000
Total Activos con Deducciones / Saldo Emisión (veces)	20,13
80.00% de los Activos con Deducciones / Saldo Emisión (veces)	16,10

Fuente: ICESA S.A. / Elaboración: Class International Rating

Adicionalmente, se debe mencionar que al 31 de agosto de 2020, al analizar la posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, se evidencia que el monto no redimido con el Mercado de Valores ocupa un tercer orden de prelación de pagos, por lo tanto, el total de activos menos las deducciones señaladas por la

¹ “La verificación realizada por la calificadoradora al certificado del monto máximo de la emisión, contempla única y exclusivamente un análisis de que la información que consta en dicho certificado esté dando cumplimiento a lo que la norma indica, lo cual significa que la calificadoradora no ha auditado la información que consta en el certificado y tampoco ha verificado la calidad y veracidad de la misma, lo cual es de entera y única responsabilidad del emisor.”

² Independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren.

³ En los que el Emisor haya actuado como Originador.

⁴ Provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros; cuentas y documentos por cobrar provenientes de la negociación de derechos fiduciarios a cualquier título en los cuales el patrimonio autónomo esté compuesto por bienes gravados.

⁵ Que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculados con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias

normativa, ofrece una cobertura de 1,02 veces⁶ sobre los pasivos totales deducidos las obligaciones en circulación dentro del Mercado de Valores y otras obligaciones de la compañía.

Por otro lado, según lo establecido en el Artículo 9, Capítulo I, del Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, “El conjunto de los valores en circulación de los procesos de titularización y de emisión de obligaciones de largo y corto plazo, de un mismo originador y/o emisor, no podrá ser superior al 200% de su patrimonio; de excederse dicho monto, deberán constituirse garantías específicas adecuadas que cubran los valores que se emitan, por lo menos en un 120%”.

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo evidenciar que los valores en circulación dentro del mercado de valores de ICESA S.A., representan el 18,68% del 200% del patrimonio al 31 de agosto de 2020 y el 37,36% del total del patrimonio, cumpliendo de esta manera con lo expuesto anteriormente.

CUADRO 7: CÁLCULO 200% DEL PATRIMONIO (USD)

Descripción	ago-20
Patrimonio	17.396.954
200% del Patrimonio	34.793.908
Saldo de Capital Primera Emisión LP	1.500.000
Saldo de Capital Segunda Emisión LP	5.000.000
Total nuevas Emisiones	6.500.000
Valores en circulación / 200% del Patrimonio	18,68%
Valores en circulación / Patrimonio	37,36%

Fuente: ICESA S.A. / Elaboración: Class International Rating

Proyecciones del Emisor

Las proyecciones realizadas por el estructurador financiero, en base al escenario de mayor probabilidad de ocurrencia, considera que el estado de resultados proyectado al cierre de 2018 obtendrá un incremento en ventas del 10,33% respecto a 2017, para 2019 estima un decremento del 6,48% y desde 2020 contempla crecimientos crecientes, desde el 5,54% en ese año al 12,50% en 2022.

Conforme la estructuración financiera, tanto los costos de ventas como los gastos operacionales mantendrán una participación sobre las ventas relativamente estable, con promedios de 2019 a 2022 del 64,01% y 34,40% respectivamente. Estos resultados generarían una utilidad operativa creciente a partir de 2019, pues pasaría de USD 1,82 millones (1,17% de los ingresos) en el año 2019 a USD 4,38 millones (2,25% de los ingresos) al cierre de 2022. Luego de descontar los gastos financieros correspondientes a las emisiones y al resto de compromisos financieros que mantiene y proyecta la compañía, además de otros gastos y reparto de dividendos a los accionistas, la compañía generaría un margen neto creciente desde 2019, el mismo que significaría el 0,81% de los ingresos en ese año y el 2,00% en 2022.

CUADRO 8: ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO (Miles USD)

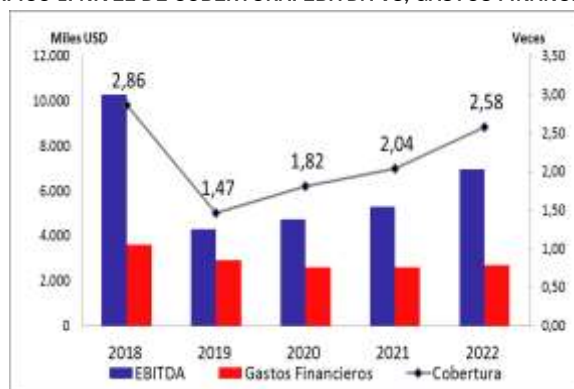
Rubro	2018	2019	2020	2021	2022
Ventas	165.677	154.942	163.530	173.021	194.653
Costo de Ventas	106.078	99.095	104.654	110.752	124.704
Utilidad Bruta	59.598	55.847	58.876	62.268	69.949
Gastos Operativos	49.299	51.560	54.137	56.967	62.981
Depreciación	7.313	2.469	2.508	2.547	2.587
Total Gastos de operacionales	56.612	54.028	56.645	59.514	65.568
Utilidad Operacional	2.987	1.818	2.230	2.754	4.381
Gastos Financieros	3.596	2.925	2.610	2.601	2.697
Otros ingresos / egresos, neto	2.982	2.789	2.944	3.114	3.504
Utilidad Antes de Participación e Impuestos	2.373	1.682	2.564	3.268	5.188
Impuesto a la Renta	593	421	641	817	1.297
Utilidad Neta	1.780	1.262	1.923	2.451	3.891

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

⁶ (Total Activos Deducidos – emisión) / (Total Pasivo – Obligaciones emitidas)

Como parte del análisis de las proyecciones, surge la importancia de determinar el nivel de cobertura brindado por el EBITDA frente a los gastos financieros que la compañía presentaría durante el periodo analizado. En este sentido, existiría de acuerdo al modelo analizado, una cobertura positiva, la misma que pasaría de 2,86 veces en el año 2018 a 2,58 veces en 2022, denotándose que el emisor gozaría en todos los periodos de una capacidad de pago adecuada sobre los gastos señalados, en vista de que sus fondos propios superan a los gastos financieros.

GRÁFICO 1: NIVEL DE COBERTURA: EBITDA VS, GASTOS FINANCIEROS



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

El indicador que relaciona el EBITDA/Deuda Total, para los periodos proyectados fue de 0,15 veces a diciembre de 2020 y de 0,21 veces para 2022. Además, el indicador de EBITDA/ Gastos de Capital, significó 7,58 veces en 2020 y 8,89 veces en 2022.

Por otro lado, en lo que concierne al flujo de caja, la estructuración contempla la actividad operativa, las actividades de inversión y las de financiamiento.

La proyección indica que la compañía mantendría el suficiente flujo de caja para hacer frente a las obligaciones que actualmente posee, así como las que estima contraer. Con lo dicho, en el año 2018 la compañía reflejaría un nivel de cobertura de los flujos frente al pago de capital de las emisiones de 3,23 veces, cerrando al año 2022 con 4,11 veces.

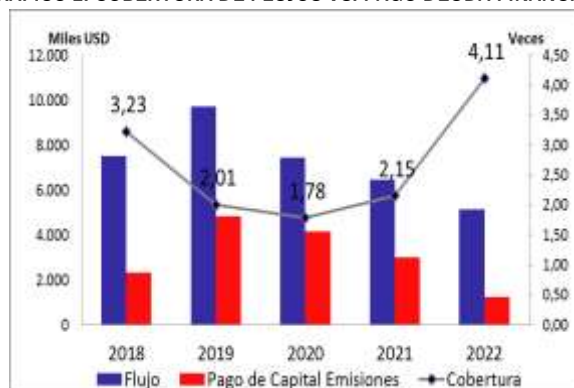
CUADRO 9: FLUJO DE EFECTIVO (Miles de USD)

Descripción	2018	2019	2020	2021	2022
FLUJOS DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE OPERACIÓN					
Utilidad Neta	1.780	1.262	1.923	2.451	3.891
Actividades que no afectan Flujo de Efectivo	7.798	2.669	2.708	2.747	2.787
Aumento o disminución en cuentas del Activo	-6.795	3.741	-2.930	-3.275	-7.545
Aumento o disminución en cuentas del Pasivo	-6.420	-1.178	1.076	1.177	2.590
Flujo de efectivo producto de actividades de operación	-3.638	6.494	2.778	3.100	1.722
FLUJOS DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE INVERSIÓN					
Propiedad, Planta y Equipo neto y Propiedades de Inversión	-5.785	-520	-520	-520	-520
Activos Intangibles	-261	130	-104	-115	-262
Otras inversiones	-3	1	-1	-1	-3
Flujo de efectivo utilizado en actividades de inversión	-6.048	-389	-625	-636	-784
FLUJOS DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO					
Obligaciones Financieras de Corto plazo	-810	0	1.829	2.401	2.807
I Emisión de Obligaciones	-2.333	-2.333	-1.667	-500	0
II Emisión de Obligaciones	8.750	-2.500	-2.500	-2.500	-1.250
Obligaciones Financieras de Largo Plazo	-3.321	0	0	0	0
Movimientos Patrimoniales	-1.403	-1.591	-1.426	-1.675	-2.063
Flujo de efectivo utilizado en actividades de financiamiento	882	-6.425	-3.764	-2.274	-506
EFECTIVO Y EQUIVALENTES DE EFECTIVO					
Incremento (disminución) neto en efectivo y equivalentes	-8.804	-320	-1.611	190	433
Saldos al comienzo del año	14.005	5.201	4.882	3.270	3.460

SALDOS AL FIN DEL AÑO	5.201	4.882	3.270	3.460	3.893
------------------------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

GRÁFICO 2: COBERTURA DE FLUJOS VS. PAGO DEUDA FINANCIERA



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Es importante mencionar que el indicador que relaciona el Flujo Libre de Caja/ Deuda Total, significaría 0,23 veces en 2020, mientras que para diciembre de 2022, sería de 0,16 veces. Además, la rentabilidad esperada, resultara positiva para todos los periodos proyectados.

Comparativo de Resultados Reales Vs. lo Proyectado

Para determinar el cumplimiento del emisor al 31 de agosto de 2020, se procedió a comparar los resultados reales con lo proyectado hasta el tercer trimestre de 2020 (el resultado esperado debería ser de aproximadamente 88,89%) es así que las ventas alcanzaron un cumplimiento del 34,38%, porcentaje inferior al esperado; los costos de ventas tuvieron un cumplimiento similar a los ingresos, y en consecuencia la utilidad bruta se ubicó en el 24,00% de cumplimiento. Por su parte, los gastos operacionales tuvieron un cumplimiento inferior al esperado y el resultado operacional no alcanzó los valores esperados, pues arrojó una pérdida, lo que apoyó a que su resultado antes de impuestos también sea negativo, muy lejos de la ganancia que se había proyectado.

CUADRO 10: ESTADO PROYECTADO VS. REAL (Miles de USD)

Cuenta	Proyectado sep-20	Real ago-20	Cumplimiento
Ventas	121.285	41.693	34,38%
Costo de Ventas	77.619	31.212	40,21%
Utilidad Bruta	43.666	10.481	24,00%
Total Gastos de operacionales	42.012	11.493	27,36%
Utilidad Operacional	1.654	(1.012)	-61,15%
Gastos Financieros	1.964	3.376	171,91%
Otros ingresos / egresos, neto	2.183	(849)	-38,89%
Utilidad Antes de Participación e Impuestos	1.873	(5.237)	-279,53%

Fuentes: Estructuración Financiera, ICESA S.A. / Elaboración: Class International Rating

A agosto de 2020, el flujo de operación se muestra negativo, en comparación a su similar proyectado cuando se presenta positivo, por otro lado, el flujo de inversión se muestra positivo, y el flujo de financiamiento se muestra negativo pero inferior a lo proyectado, esto generó como resultado un saldo al final del año positivo pero inferior al valor proyectado.

CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. ha analizado y estudiado las proyecciones del estado de resultados, estado de flujo de caja, presentadas por la empresa en el informe de estructuración financiero, para el plazo de vigencia de la presente emisión, mismas que, bajo los supuestos que fueron elaboradas, señalan que la empresa posee una aceptable capacidad para generar flujos dentro de las proyecciones establecidas con respecto a los pagos esperados así como sobre la base de las expectativas esperadas de reacción del Mercado;

adicionalmente, dichas proyecciones señalan que el emisor generará los recursos suficientes para provisionar y cubrir todos los pagos de capital e intereses y demás compromisos que deba afrontar la presente emisión, de acuerdo con los términos y condiciones presentadas en el contrato de la Emisión de Obligaciones, así como de los demás activos y contingentes. Adicionalmente, la calificadora ha constatado en la información recibida y analizada que el emisor hasta la fecha de corte del presente estudio técnico, ha venido cumpliendo de forma oportuna con el pago de capital e intereses y demás compromisos, de acuerdo con los términos y condiciones de la emisión, así como de los demás activos y contingentes. Así mismo, la calificadora ha podido observar en la información recibida y analizada, que el emisor ha realizado las provisiones de recursos para cumplir, en forma oportuna y suficiente, con las obligaciones derivadas de la emisión, sin embargo, a partir de la emergencia sanitaria, las condiciones podrían cambiar, pues su desempeño financiero se vio afectado. Por lo tanto, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. está dando cumplimiento al análisis, estudio y expresar criterio sobre lo establecido en los literales a, b, y d, numeral 1, del Artículo 10, Sección II, del Capítulo II del Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Riesgo de la Economía

Sector Real

El Fondo Monetario Internacional (FMI) calcula que Ecuador tendrá una caída del Producto Interno Bruto (PIB) de 10,9 % en el 2020 (en 2021 crecería en 6,3%). Se trata de la segunda peor caída de la economía en la región latinoamericana, superada solamente por la contracción de la economía peruana que caería en 13,9 % (en 2021 crecería en 6,5%). La cifra para Ecuador es mucho más desalentadora que la que había anunciado el Banco Mundial y que era del -7,4 %. Las proyecciones de base se fundamentan en presunciones críticas sobre las secuelas de la pandemia. Según el FMI, se necesita con urgencia liquidez de respaldo para los países que enfrentan crisis sanitarias y déficits de financiamiento externo; por ejemplo, mediante alivio de la deuda y financiamiento a través de la red mundial de seguridad financiera. El BCE espera que para el año 2020, la economía ecuatoriana presente un decrecimiento entre el -7,3% y un -9,6%⁷.

Para Estados Unidos, el FMI calcula un decrecimiento del 4,3% en 2020 y un crecimiento de 3,1% en 2021. La Unión Europea, mantendría un comportamiento a la baja (-8,3% en 2020 y +5,2% en 2021), Asia Oriental continúa siendo la región del mundo que crece a mayor ritmo y la que más contribuye al crecimiento global, pues decrecerían apenas en 1,7% en 2020 y crecerían en 8,0% en 2021. Al referirnos a América Latina y El Caribe, el FMI espera que en 2020 el decrecimiento sea del 8,1% y +3,6% en 2021⁸.

El FMI indica que, en un entorno de gran incertidumbre, se observa una desconexión entre los mercados financieros y la evolución de la economía real, una vulnerabilidad que podría poner en peligro la recuperación si el apetito por el riesgo de los inversionistas se desvanece. Otras vulnerabilidades del sistema financiero podrían materializarse debido a la pandemia de COVID-19. Los elevados niveles de deuda podrían tornarse inmanejables para algunos prestatarios, y las pérdidas provocadas por las insolvencias podrían poner a prueba la resiliencia de los bancos en algunos países.

La reducción de la previsión del desempeño económico global se debe en parte a la aparición del Coronavirus, el mismo que comenzó en China, el cual representa la sexta parte de la economía mundial y una disminución de actividades en este país tiene consecuencias para todo el mundo, particularmente para un país como Ecuador, que es vulnerable a los cambios de la economía global y dependiente de materias primas.⁹

Los principales indicadores macroeconómicos del Ecuador, determinados a agosto 2020 o los más próximos disponibles a la fecha, se presentan a continuación:

CUADRO 11: INDICADORES MACROECONÓMICOS ECUADOR

Rubro	Valor	Rubro	Valor
PIB previsión (millones USD 2007) año 2019	107.436	Crecimiento anual PIB (t/t-4) previsión para 2020	0,2%
Deuda Pública Total / PIB Agregada (agosto 2020)	61,40%	Inflación mensual (septiembre 2020)	-0,16%

⁷ <https://www.bce.fin.ec/index.php/boletines-de-prensa-archivo/item/1366-el-covid-19-pasa-factura-a-la-economia-ecuatoriana-decrecera-entre-73-y-96-en-2020>

⁸ <https://www.imf.org/es/Publications/WEO/Issues/2020/09/30/world-economic-outlook-october-2020>

⁹ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/costos-coronavirus-economia-ecuador-epidemia/>

Balanza Comercial Total (millones USD) agosto 2020	1.965 (Superávit)	Inflación anual (septiembre 2020)	-0,90%
Reservas Internacionales (millones USD septiembre 2020)	3.443	Inflación acumulada (septiembre 2020)	-0,71%
Riesgo país (19 octubre 2020) ¹⁰	963 puntos	Remesas (millones USD) IT 2020	721,17
Precio Barril Petróleo WTI (USD 31 agosto de 2020)	42,61	Tasa de Desempleo Urbano (junio 2020)	16,82%

Fuente: Banco Central del Ecuador- Ministerio de Finanzas- Bloomberg -INEC / Elaboración: Class International Rating

Producto Interno Bruto (PIB): Como se mencionó anteriormente, las estimaciones de crecimiento del PIB del país realizadas por diversas entidades, en promedio fluctúan alrededor del -0,03%. De acuerdo con el último reporte de las Cuentas Nacionales Anuales publicado por el Banco Central del Ecuador, el PIB en términos reales en 2017 alcanzó USD 70.955,69 millones y reflejó un crecimiento del 2,4%; este dinamismo se explica principalmente por el aumento de la inversión agregada, el gasto de consumo final de hogares y gobierno y las exportaciones¹¹. En el segundo trimestre de 2019 el PIB creció en 0,4%¹².

El **Riesgo País** disminuyó a 963 puntos al 19 de octubre de 2020 tras la renegociación de la deuda en bonos por parte del Gobierno ecuatoriano. El Ejecutivo informó que recibió la aceptación de acreedores que representan casi el 50% de la deuda en bonos¹³.

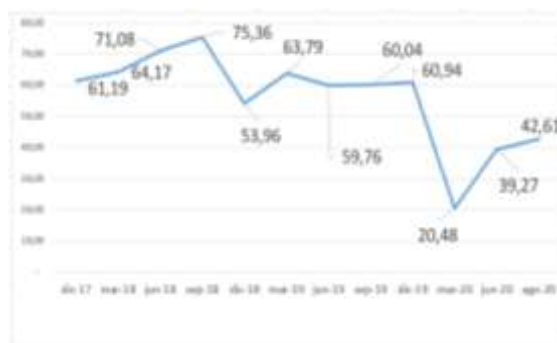
Para agosto de 2020, las **importaciones** totales en valor FOB alcanzaron USD 10.935,6 millones, monto inferior a las compras externas realizadas en su similar periodo de 2019 (llegó a USD 14.589,5 millones). Por grupo de productos, las importaciones en valor FOB fueron en: bienes de capital y productos diversos. La procedencia de los bienes radica principalmente de China, Colombia, Estados Unidos, y otros.

Por su parte, las **exportaciones totales** para agosto de 2020 alcanzaron USD 12.900,6 millones, siendo este rubro inferior a lo alcanzado en el mismo periodo de 2019 (USD 14.921,2 millones). Por otro lado, las exportaciones no petroleras registradas hasta agosto de 2020 arrojaron una suma de USD 9.664,3 millones, mientras que las petroleras fueron de USD 3.236,3 millones.

Hasta agosto de 2020, la **Balanza Comercial Total**, registró un superávit de USD 1.965,0 millones, USD 1.633,34 millones más que el resultado comercial obtenido en su similar de 2019. La Balanza Comercial Petrolera presentó un superávit de USD 1.492,1 millones; mientras que la Balanza Comercial No Petrolera registró USD 472,9 millones¹⁴.

Por otra parte, el precio del petróleo West Texas Intermediate (WTI), que sirve de referencia para la cotización del crudo ecuatoriano, muestra un comportamiento ligeramente volátil durante 2019, pues en diciembre se registró un valor de USD 60,94 por barril, mientras que al 31 de agosto de 2020 ascendió a USD 42,61. La proforma presupuestaria 2020, estimaba un valor de USD 51,00 para las exportaciones de petróleo¹⁵.

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



Fuente: <https://www.up.com/customers/surcharge/wti/prices/index.htm> / Elaboración: Class International Rating

¹⁰ <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica>

¹¹ <https://www.bce.fin.ec/index.php/boletines-de-prensa-archivo/item/1113-el-bce-actualiza-la-cifra-de-crecimiento-de-la-econom%C3%ADa-en-el-2017>

¹² <https://contenido.bce.fin.ec/home1/estadisticas/cntrimestral/CNTrimestral.jsp>

¹³ <https://www.elcomercio.com/actualidad/riesgo-pais-reestructuracion-deuda-bonos.html>

¹⁴ <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica/ultimas-publicaciones>

¹⁵ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/negocios/proforma-construye-crudo-51-dolares/>

Ante el brote del coronavirus, China decidió poner a algunas ciudades en cuarentena. Esto redujo el precio del petróleo por una caída en la demanda de combustibles esto por el menor uso de vehículos, la baja de la actividad productiva, la cancelación de vuelos y de viajes marítimos. La disminución del precio del petróleo impacta directamente a Ecuador pues es su principal producto de exportación. En 2019, las exportaciones de petróleo crudo significaron el 35% de todas las exportaciones de Ecuador, según el Banco Central.¹⁶

El total de **recaudación tributaria bruta** a agosto de 2020 sumó USD 9.370.91 millones, siendo un 15,16% inferior a lo registrado en el año anterior (USD 11.044,99 millones). Entre los impuestos con mayor aporte a agosto de 2020 destacan, el Impuesto al Valor Agregado (IVA de operaciones internas y de importaciones) con USD 3.980,11 millones, el Impuesto a la Renta (IR) con USD 3.537,17 millones, el Impuesto a la Salida de Divisas (ISD) con USD 718,85 millones, y el Impuesto a los Consumos Especiales (ICE de operaciones internas y de importaciones) con USD 525,83 millones¹⁷.

La **inflación mensual** a septiembre de 2020 registró una variación negativa de 0,16%, mientras que la variación **anual** fue de -0,90% y la **acumulada** fue de -0,71%. Por divisiones de bienes y servicios, 7 agrupaciones presentaron variaciones negativas (Recreación y Cultura, prendas de vestir y calzado, y educación)¹⁸.

En referencia al **salario nominal promedio**, para agosto 2020, se fijó en USD 466,63¹⁹; mientras que el **salario unificado nominal** fue de USD 400,00. En términos reales, el indicador del salario real, que mide la cantidad de bienes que se puede adquirir con el salario nominal promedio, se situó en 445,96 a agosto de 2020²⁰. En cuanto al costo de la canasta básica familiar a agosto de 2020, ésta se ubicó en USD 711,03²¹, mientras el ingreso familiar mensual con 1,60 perceptores es de USD 746,67 sin incluir fondos de reserva, es decir, presenta una cobertura del 105,01% del costo de la canasta.

Según las cifras del INEC, el **desempleo** pasó de 3,8 % en diciembre de 2019 a 6,6 % a septiembre de 2020. La tasa de **empleo adecuado**²² pasó de 38,8% en diciembre de 2019 a 32,1% a septiembre 2020, mientras que la tasa de **subempleo** pasó de 17,8% a 23,4% en ese mismo orden.²³

A diciembre 2019, la **pobreza a nivel nacional** se ubicó en 25,0% y la pobreza extrema en 8,9%. En el área urbana la pobreza llegó al 17,2% y la pobreza extrema a 4,3%. Finalmente, en el área rural la pobreza alcanzó el 41,8% y la pobreza extrema el 18,7%. Por su parte, la medida de desigualdad económica, **coeficiente de Gini**²⁴, se ubicó en 0,473 en diciembre de 2019, pero no presenta una variación estadísticamente significativa con respecto a diciembre de 2018 (0,469). Para la medición de la pobreza, el INEC compara el ingreso per cápita familiar con la línea de pobreza y pobreza extrema, que en diciembre de 2019 se ubicó en USD 84,82 mensuales per cápita, mientras que la línea de pobreza extrema en USD 47,80 mensuales per cápita²⁵.

De acuerdo a la información publicada por el Banco Central del Ecuador, las **tasas de interés referenciales** no han presentado mayores cambios, es así que la tasa pasiva referencial anual fue de 6,37% para agosto de 2020, mientras que la tasa activa referencial anual fue de 9,03%; existiendo un spread de tasas activas y pasivas de 2,66%²⁶. Por su parte el saldo de la **liquidez total** a agosto de 2020 alcanzó la suma de USD 60.087,0 millones, el de la oferta monetaria de USD 27.274,8 millones; y, el de las especies monetarias en circulación de USD 17.944,0 millones²⁷.

En lo que respecta a la evolución de la oferta de **crédito** en el sistema financiero nacional, Durante el segundo trimestre de 2020, los bancos y las mutualistas fueron más restrictivos en el otorgamiento de créditos de Vivienda, Consumo y Microcréditos, dado que el saldo entre los bancos menos y más restrictivos fue negativo.

¹⁶ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/costos-coronavirus-economia-ecuador-epidemia/>

¹⁷ <http://www.sri.gob.ec/web/guest/estadisticas-generales-de-recaudacion>

¹⁸ <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica/ultimas-publicaciones>

¹⁹ <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica/ultimas-publicaciones>

²⁰ Es el valor del salario mínimo legal promedio deflactado en función del índice de precios al consumidor del mes de referencia.

²¹ https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Inflacion/canastas/Canastas_2020/Septiembre-2020/1.%20Informe_Ejecutivo_Canastas_Analiticas_sep_2020.pdf

²² Un trabajo donde se labora 40 horas a la semana, se gana más del salario básico y se está afiliada a la seguridad social

²³ <https://www.ecuadorencifras.gob.ec/empleo-septiembre-2020/>

²⁴ El coeficiente de Gini es una medida que resume cómo se distribuye el ingreso per cápita entre los habitantes de la población, mide el grado de desigualdad en la distribución del ingreso

²⁵ https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/POBREZA/2019/Diciembre-2019/201912_PobrezayDesigualdad.pdf

²⁶ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/TasasInteres/Indexe.htm>; <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica/ultimas-publicaciones>

²⁷ <https://contenido.bce.fin.ec/home1/estadisticas/bolmensual/IEMensual.jsp>

Para el segmento de créditos Productivos, el saldo fue nulo. Las cooperativas de ahorro y crédito entre abril y junio de 2020, fueron menos restrictivas en el otorgamiento de créditos de Vivienda y más restrictivas en los créditos de Consumo, Productivos y Microcréditos²⁸.

El ministro de Economía y Finanzas explicó que más del 70% de la cartera de microcrédito fue diferida durante la emergencia sanitaria (COVID-19). El sistema financiero privado registra 1'977.246 operaciones de crédito reprogramadas por alrededor de USD 10.800 millones durante la emergencia sanitaria. Además, indicó que las cooperativas de ahorro y crédito difirieron 840.584 operaciones por USD 6.581 millones. En el sector financiero público se concretaron 117.392 operaciones de diferimientos extraordinarios por USD 516,3 millones, lo que significó un impulso a la reactivación económica²⁹.

El flujo de **remesas recibidas** que ingresó al país durante el primer trimestre de 2020 totalizó USD 721,17 millones, cifra inferior en 2,04% con respecto al primer trimestre de 2019 (USD 736,21 millones). El decremento se atribuye a la emergencia sanitaria generada por el covid-19 en Estados Unidos, España e Italia³⁰.

Los flujos de **inversión extranjera directa (IED)** para el segundo trimestre de 2020 fueron de USD 90,84 millones; monto inferior en 67,63% al registrado en su similar periodo en el 2019, en donde alcanzó USD 280,60 millones. La mayor parte de la IED se canalizó principalmente a ramas productivas como: servicios prestados a las empresas, Explotación de minas y canteras, Industria manufacturera, entre otros. Por país de origen, los flujos de IED provienen principalmente de Inglaterra, Alemania, China, entre otros³¹.

Para agosto de 2020, de acuerdo con información presentada por el Ministerio de Finanzas, el saldo de la **deuda externa pública (agregada)** fue de USD 41.835,2 millones, cifra similar a la reportada en julio de 2020, cuando fue de USD 41.823,3 millones y que incluye principalmente, deuda con organismos internacionales, bonos emitidos en mercados internacionales, bancos y gobiernos. Por su parte, el saldo de **deuda interna (agregada)** a agosto de 2020 fue de USD 17.434,28 millones. Considerando la **relación deuda/PIB**, al mes de agosto de 2020, según datos del Ministerio de Finanzas del Ecuador, la deuda pública agregada (externa e interna) se encontró en 61,40% del PIB³² superando significativamente el límite del 40% del PIB.³³

Se debe indicar que para el periodo 2018 – 2021 y hasta alcanzar el límite de endeudamiento establecido en las reglas macro-fiscales definidas en esta ley, no registró el límite de endeudamiento público del 40% del PIB, según lo determinado en la Disposición Transitoria Décima Séptima de la Ley para el Fomento Productivo, Atracción de Inversiones, Generación de Empleo y Estabilidad y Equilibrio Fiscal³⁴.

La acumulación de **reservas internacionales** en los últimos años ha sido creciente, es así que para diciembre de 2017 registraron la suma de USD 2.451 millones y USD 2.677 millones en 2018, mientras que al 31 de diciembre de 2019 registró USD 3.397,11 millones y USD 3.443,0 millones en septiembre de 2020. Los principales rubros que componen las Reservas Internacionales son: caja en divisas, Depósitos netos en Bcos. e Inst. financieras del exterior, Inversiones dep. plazo y títulos, oro, DEGs, entre otros.

La **calificación de deuda** a octubre de 2020³⁵ de Standard & Poor's para Ecuador se situó en SD "a falta de pocas perspectivas de recuperación". Por su parte, la calificación de Moody's para los bonos de deuda ecuatoriana a esa misma fecha se situó en Caa3 (negativo) calificación que se encuentra dentro de la categoría de riesgo sustancial. El acceso al mercado internacional de capitales permanecerá restringido debido a que el país tiene un cronograma de vencimientos desafiante, que empieza en 2022. Por otro lado, la agencia Fitch Rating ubicó la calificación en RD, calificación que significa "a falta de pocas perspectivas de recuperación". Lo mencionado anteriormente, indica un deterioro en la percepción del mercado acerca de la capacidad de pago del país.

²⁸ <https://contenido.bce.fin.ec/home1/economia/tasas/ET-ODC-IIT-2020.pdf>

²⁹ <https://www.letelegrafo.com.ec/noticias/economia/4/creditos-covid19>

³⁰ <https://www.elcomercio.com/actualidad/ecuador-remesas-banco-central-emergencia.html>

³¹ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/InversionExtranjera/Directa/indice.htm>

³² <https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2019/10/Presentacion-C3%B3n-Bolet%C3%ADn-de-Deuda-P%C3%ABlica-agosto-21-10-2019.pdf>

³³ <https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/2020/01/Presentacion-Boletin-de-Deuda-Publica-diciembre-2019.pdf>

³⁴ <https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2019/07/Presentacion-C3%B3n-Bolet%C3%ADn-de-Deuda-P%C3%ABlica-junio-2019-07-2019.pdf>

³⁵ <https://datosmacro.expansion.com/ratings/ecuador>

Riesgo del Negocio

Descripción de la Empresa

ICESA S.A. es una empresa que se dedica 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; lámparas, marcos, cuadros, espejos, vidrios, cristalería, vajillas, artículos de acero inoxidable; todo tipo de pintura bicicletas, baterías, instrumentos ópticos, instrumentos y accesorios fotográficos y cinematográficos; máquinas y accesorios para oficina; cosméticos y artículos de perfumería, zapatos, maletas, maletines y todo tipo de artículos de cuero o similcuero; discos y discos compactos, cintas casetes y todo tipo de artículos para uso de comedor o restaurante; accesorios de repuestos para automóviles, motocicletas, motos, motores fuera de borda y motores de botes, juguetes, joyas, relojes; artículos deportivos, artesanías; y toda rama relacionada y permitida por las leyes y el comercio, adicionalmente, podrá comercializar servicios relacionados con la posventa, de asistencia, reparación, mantenimiento, instalaciones, accesorios, planificación en el uso, utilización y transporte de los productos anteriormente mencionados y otros servicios vinculados con la operación del negocio como son arriendo, almacenaje, subarriendos y otros.

La actividad mercantil en general, actuando como comisionista, intermediaria, mandataria en general, y representante de personas naturales o jurídicas, nacionales o extranjeras. La organización, promoción y realización de toda clase de eventos tales como, cursos, seminarios, conferencias, videoconferencias, etc.

Publicar de conformidad con la ley, boletines, revistas, informativos y periódicos sobre asuntos que directa o indirectamente concierne el objeto social de la compañía; llevando a cabo el giro de su negocio, podrá realizar todas las operaciones que se relaciona directa o indirecta, entera y parcialmente con cualquier ramo de su objeto social.

La principal operación de la Compañía es la venta al por mayor de electrodomésticos en establecimientos especializados: refrigeradoras, cocinas, microondas, etcétera.

Entre las principales líneas de productos que comercializan la empresa; Tecnología, TV, audio y video, y Hogar; representan el 77,63% de los ingresos de la compañía a agosto 2020.

Propiedad, Administración y Gobierno Corporativo

El capital suscrito y pagado de ICESA S.A., al 31 de agosto de 2020, se mantiene en USD 8,64 millones, el cual se encuentra dividido en 43.179.111 acciones, cuyo valor nominal unitario es de USD 0,20; es importante mencionar que el 26,00% de las acciones estuvo concentrado en el grupo MABEL GROUP HOLDING S.A, seguida por ORCEVAL DISTRIBUCIONES CIA LTDA. y BRIGHT EXPORTS LIMITED (capital extranjero) ambas con el 18,00%, cabe mencionar, que la mayoría de accionistas son compañías y se encuentran activas. La composición accionaria se presenta a continuación:

CUADRO 12: ACCIONISTAS

Nombre	Capital (USD)	Participación %
ABEDRABBO LARACH JORGE ALBERTO	345.433,00	4,00%
BRIGHT EXPORTS LIMITED ³⁶	1.554.448,00	18,00%
CANELO HOLDING S.A.	259.074,60	3,00%
HOKKAI INVESTMENTS PTE. LTD. ³⁷	1.295.373,20	15,00%
MABEL GROUP-HOLDING S.A.	2.245.313,80	26,00%
HERMITAGE HOLDING S.A.	1.381.731,60	16,00%
ORCEVAL DISTRIBUCIONES CIA. LTDA.	1.554.448,00	18,00%
Total	8.635.822,20	100,00%

Fuente: ICESA S.A. / Elaboración: Class International Rating

³⁶ Tipo de inversión: extranjera directa

³⁷ Tipo de inversión: extranjera directa

La compañía estará gobernada por la Junta General de Accionistas, y administrada por el Presidente Ejecutivo, dos Vicepresidentes Ejecutivos y por todos los demás funcionarios que la Junta General acuerde designar. A continuación el organigrama de la compañía:

GRÁFICO 4: ORGANIGRAMA DE LA COMPAÑÍA



Fuente / Elaboración: ICESA S.A.

La trayectoria y el reconocimiento de ICESA S.A. en el mercado, es el resultado, entre otras cosas, de la acertada administración, fruto de la experiencia de sus principales ejecutivos, los mismos que se presentan a continuación:

CUADRO 13: ADMINISTRADORES DE LA COMPAÑÍA

Cargo	Nombre
VICEPRESIDENTE EJECUTIVO	JUAN CARLOS CAIZATOA
VICEPRESIDENTE EJECUTIVO	ANDRÉS OSEJO
AUDITORÍA	ALEX VINUEZA
JAPÓN	WALTER BURGOS
ORVE HOGAR	FERNANDO CARRIÓN
VENTAS INSTITUCIONALES Y DIRECTAS	JOHNNY CANDELL
JAPÓN MOTORS	SEBASTIÁN MENDIZABAL
OTROS NEGOCIOS	FABIÁN IDROVO
LOCO LUIS	MARCELO BRAVO
CRÉDITO	JORGE MATAMOROS
MARKETING / VENTAS WEB	CAROLINA MONTERO
LOGÍSTICA, IMPORTACIONES	PAUL CELI
RECURSOS HUMANOS	GABRIELLA VILLAMAR
FINANZAS	JUAN CARLOS CAIZATOA
PRODUCTO	ANDRÉS OSEJO
SITEMAS	GIOVANNI MERIZALDE
LEGAL	FERNANDO CABRERA

Fuente: ICESA S.A. / Elaboración: Class International Rating

Gobierno Corporativo

ICESA S.A. no contempla prácticas de buen gobierno corporativo; sin embargo, cuenta con políticas claramente establecidas.

Además, es importante mencionar que dentro de los estatutos de la compañía se evidencia las funciones de cada puesto, lo que demuestra que la compañía posee una adecuada transparencia en todos los procesos y una adecuada divulgación de información financiera. Además, el comportamiento de los órganos administrativos es estable.

Empleados

La compañía contó con la participación de 661 colaboradores a agosto de 2020 (1.052 a marzo de 2020), distribuidos en las diferentes áreas de la organización. La mayoría de los colaboradores se desempeñan en el área de ventas, con un 73,68% del total de empleados. Todo el personal está calificado y orientado al mismo objetivo. Adicionalmente, es importante señalar que la compañía no posee sindicatos ni comités de empresa.

Sobre la base de lo analizado y detallado, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., opina que es aceptable la calidad y comportamiento de los órganos administrativos del Emisor, la calificación de su personal, sistemas de administración y planificación, además expresa que se observa consistencia en la conformación accionaria. Por lo señalado, Class International Rating Calificadora de Riesgos S.A., ha dado cumplimiento con lo estipulado en los literales e y f, numeral 1, del Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Empresas vinculadas o relacionadas

CUADRO 14: EMPRESAS RELACIONADAS

Razón Social	Tipo de Relación
ABEDRABBO LARACH JORGE ALBERTO	Comercial / Socio Estratégico (Accionista de varias otras empresas)
MABEL GROUP-HOLDING S.A.	Comercial / Accionarial.

Fuente: ICESA S.A. / Elaboración: Class International Rating

Adicionalmente, la compañía reporta relación con Corporación ENSAB Industria Ecuatoriana ENSAMBEC S.A.

Otros Aspectos Cualitativos de la Empresa

Clientes

La naturaleza del negocio de ICESA hace que del total de ventas, el 98% sea canalizado a través del retail, razón por la que no se tiene un detalle de la clasificación de los principales clientes³⁸.

La compañía cuenta con sus políticas para liquidación de cuentas por cobrar, ventas administrativas, institucionales y varios deudores, las mismas que tienen el propósito de normar la liquidación de las cuentas por cobrar con que opera la compañía, para disminuir la antigüedad de las mismas.

La antigüedad de las cuentas por cobrar (neto) de ICESA S.A. presentó a agosto de 2020, una cartera por vencer del 44,88%, mientras que el restante 55,12% representó a cartera vencida, dentro de la cartera vencida el rango de mayor concentración se encuentra en la cartera vencida de 121 día a 180 días con el 16,00%, seguida por la cartera vencida mayor a 181 días con el 15,46%. Estos resultados eventualmente podrían incurrir en un posible riesgo de incobrabilidad y posibles pérdidas para la compañía.

CUADRO 15: ANTIGUEDAD DE LA CARTERA

Detalle	ago-19		ago-20	
Por vencer	17.295.715	44,88%	24.916.617	44,88%
Vencida de 1 a 30 días	2.986.671	7,75%	4.302.669	7,75%
Vencida de 31 a 60 días	3.876.892	10,06%	5.585.142	10,06%
Vencida de 61 a 90 días	1.637.852	4,25%	2.359.528	4,25%
Vencida de 91 a 120 días	616.603	1,60%	888.293	1,60%
Vencida de 121 a 180 días	6.166.030	16,00%	8.882.929	16,00%
Vencida mayor más 181 días	5.957.927	15,46%	8.583.131	15,46%
Total	38.537.690	100%	55.518.309	100%

Fuente: ICESA S.A. / Elaboración: Class International Rating

Según lo reportado por la administración de ICESA S.A., realizaron un diferimiento de hasta 4 cuotas en los clientes cuya cartera no se encontraba deteriorada antes del confinamiento, esto permitió flexibilizar los esquemas de recuperación, debido a que los clientes han ido abonando las cuotas sin recargo de gasto de

³⁸ La compañía posee capacidad de negociación con sus clientes.

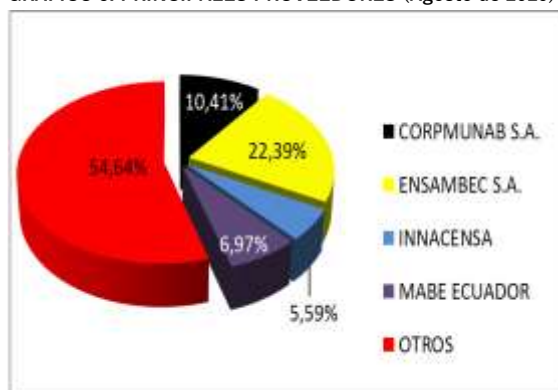
cobranza y sin interés de mora. Además, en los clientes que presentaban deterioro, la compañía ha trabajado en generar refinanciamientos y reestructuraciones de deuda por mutuo acuerdo.

Proveedores

ICESA cuenta con una amplia gama de proveedores, lo cual disminuye el riesgo de concentración, además se beneficia de facilidades de crédito, descuentos y condiciones óptimas de pago.

Según reporte de la empresa al 31 de agosto de 2020, los principales proveedores según sus cuentas por pagar, son ENSAMBEC S.A con el 22,39%, seguido CORPMUNAB S.A. con el 10,41% y MABE ECUADOR con el 6,97%, a continuación se presenta el siguiente gráfico:

GRÁFICO 5: PRINCIPALES PROVEEDORES (Agosto de 2020)



Fuente: ICESA S.A. / Elaboración: Class International Rating

Dentro de los pasivos, Proveedores ocupa el segundo lugar en importancia, luego de la deuda financiera, pues al 31 de agosto de 2020 financiaron el 23,90% de los activos (25,60% a diciembre de 2019).

En cuanto a la política de cuentas por pagar a proveedores, se cancelan en un plazo máximo de 30 días. Para los proveedores del exterior, los plazos de pago alcanzan los 60 días. Lo que evidencia que la compañía posee capacidad de negociación con sus proveedores. Es importante indicar que la compañía tiene la flexibilidad de transferir sus costos al precio final en caso de así requerirlo.

Durante la emergencia sanitaria, ICESA S.A. se encuentra en negociación con algunos proveedores en la devolución de inventario antiguo, y se está migrando a modelos de consignación con las marcas que pueden hacerlo. Para las marcas internacionales, se está negociando plazos más extensos de hasta 150 días.

En el año 2020, producto de la pandemia del COVID-19; ICESA reprogramó la deuda con proveedores del exterior y locales; es así que el 35,13% de sus cuentas por pagar se encuentran por vencer; mientras que el 64,87% restante se encuentran vencidas, cabe mencionar que el rango de mayor concentración de cartera vencida se ubica entre 60 a 90 días con el 55,77%, y la cartera vencida a 30 días arrojó un 9,09%.

Estrategias y Políticas de la Empresa

- La principal política comercial, que a su vez constituye una de las fortalezas más importantes de ICESA S.A., es su capacidad de otorgar financiamiento directo a sus clientes.
- La estrategia comercial de la compañía contempla las siguientes formas de pago a disponibilidad de sus clientes: Crédito directo, tarjetas de crédito, efectivo, y cuando se encuentre disponible en programas especiales, financiamiento del gobierno (como en el caso de las cocinas de inducción).
- La mayor parte de las ventas, tanto de productos como de servicios, contemplan medios de pago financiados.
- La política de crédito de ICESA S.A. se encuentra claramente definida, y para determinar los clientes elegibles establece requisitos de edad, identificación, referencias de crédito, fuente de pago, actividad económica y

montos de financiamiento, en plazos de entre 3 y 24 meses, sujetos al tipo de cliente, el producto y la ciudad de residencia.

- En cuanto a las estrategias adoptadas por ICESA S.A. para hacer frente a la coyuntura ecuatoriana, la empresa está realizando ventas mediante su página e-commerce, adicionalmente, la empresa está trabajando y ejecutando planes comerciales para adaptarse a las nuevas condiciones de mercado, tanto en el corto como en el mediano plazo. Además, manejan una estructura de gasto en base al nivel de ventas esperadas.
- Por otro lado, dentro de las estrategias financieras adoptadas por ICESA S.A. se ha realizado un refinanciamiento con todos los bancos, con los cuales posee operaciones de crédito, obteniendo plazos desde 90 hasta 180 días. Además, se encuentra operando el Fideicomiso de Inversión ICESA, con mejores condiciones de rentabilidad y liquidez.

Políticas de Precios

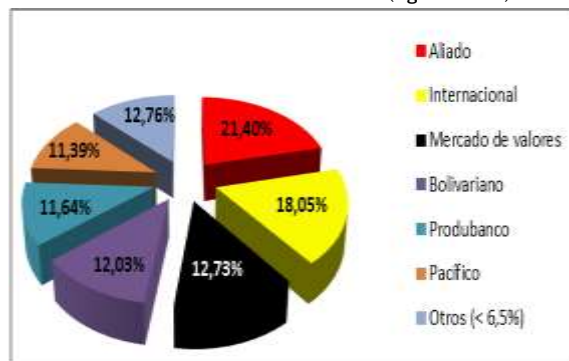
La compañía realiza estudios de mercado con una periodicidad semanal, lo cual sirve de insumo para la determinación de los precios de venta al público. Existen otros factores que inciden en la determinación del precio como son las promociones, el impulso a productos nuevos y novedosos y la liquidación de inventario fuera de temporada. Esto les permite preciar de acuerdo a los márgenes y contribución esperados.

Política de Financiamiento

Los pasivos de ICESA S.A. han sido los principales financiadores del activo a lo largo del periodo analizado, es así que pasaron de fondear el 74,07% en 2016 a un 81,26% en 2019 y el 85,26% en agosto de 2020.

La deuda financiera constituye el principal rubro dentro de los pasivos, pues a diciembre de 2019 representó el 42,40% de los activos y a agosto de 2020 el 43,27%, misma que estuvo conformada por créditos obtenidos en instituciones del sistema financiero nacional y emisiones en Mercado de Valores.

GRÁFICO 6: DEUDA FINANCIERA (Agosto 2020)



Fuente: ICESA S.A. / Elaboración: Class International Rating

Cabe mencionar que durante la emergencia sanitaria, la compañía realizó un refinanciamiento con los bancos en los cuales posee operaciones de crédito, obteniendo plazos desde 90 a 180 días.

Política de Inversiones

El año 2014 es el de mayor representatividad en materia de inversiones realizadas (USD 4,6 millones), puesto que la compañía amplió su infraestructura mediante la apertura de nuevos locales y remodelación de los existentes.

Así mismo, ICESA mantiene un importante plan de inversiones destinadas a su gestión comercial, lo cual implica: manejo de marcas e intangibles, publicidad en medios, promociones, y en mayor medida, el derecho de

concesión pagados por el uso de los locales comerciales en los diferentes centros comerciales de Quito, Latacunga, Ibarra, y Guayaquil, en donde funcionan los almacenes Japón, Orve Hogar, Samsung e iStore.

Por otro lado, como parte de su plan de inversiones enfocado a bienestar de su capital humano, ICESA realiza capacitaciones continuas a su personal involucrado en la gestión de ventas.

Regulaciones a las que está sujeta la Empresa, Normas de Calidad y Certificaciones

ICESA S.A. es una sociedad anónima regida por las leyes ecuatorianas, legalmente constituida y debidamente inscrita en el Registro Mercantil.

Al ser una persona jurídica del sector privado dedicada a actividades comerciales, está sujeta principalmente a las disposiciones generales establecidas en las normas civiles, mercantiles, tributarias, laborales y de seguridad social, y cuyo ente de control es la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, servicio de Rentas Internas, Ministerio de Trabajo.

Responsabilidad Social y Ambiental

El proyecto principal de ICESA S.A. es trabajar constantemente en la generación de fuentes de empleo e internamente en el constante crecimiento tanto personal como profesional de cada uno de sus empleados.

Riesgo Legal

Al 31 de agosto de 2020, de acuerdo a la información contenida en la página oficial del Consejo de la Judicatura, ICESA S.A. enfrenta varios juicios como demandada, por causas laborales, indemnización por despido intempestivo, acciones de hábeas data, derechos fundamentales del consumidor, garantías de productos, entre otras; sin embargo, a criterio de la empresa, no implica contingentes importantes que deban registrarse.

Eventos Importantes

- ICESA S.A. está desarrollando nuevos proyectos para afrontar la situación económica que está viviendo el país, entre los proyectos encontramos: renting and payjoy (contrato de alquiler de electrodomésticos) y renting motos.
- Como información subsecuente, el 04 de mayo de 2020, se reunió la Asamblea de obligacionistas de la compañía ICESA S.A., de la Emisión de Obligaciones aprobada mediante resolución No. SCVS.INMV.DNAR.17.0001474 del 24 de abril de 2017, con la finalidad de conocer la información financiera de la compañía con corte a marzo de 2020, conocer y resolver los efectos del COVID-19 sobre la empresa, y, conocer y resolver sobre la propuesta de reprogramación de pagos de la siguiente manera:
 - Se plantea el diferimiento del sexto cupón y décimo segundo cupón de interés, de tal forma que ambos valores, sean prorrateados en tres partes iguales y se cancelen en los tres últimos pagos correspondientes a los meses de noviembre 2020, febrero 2021 y mayo 2021.
 - Se reconocerán intereses por los plazos transcurridos, a la misma tasa de interés del cupón de dicha Clase (8.50%), tanto para el valor diferido de capital, como de interés.
 - El vencimiento del 13 cupón de interés (agosto 2020) se cancela normalmente.
 - Este esquema de diferimiento planteado, se enmarca dentro del plazo original de la emisión.
- Con fecha 31 de agosto de 2020, de acuerdo con información del Servicio de Rentas Interna (SRI), la compañía registra deudas impugnadas.

Liquidez de los títulos

Con fecha 27 de marzo de 2018, MERCAPITAL Casa de Valores S.A. (Agente Colocador) inició la colocación de los valores correspondientes a la presente Emisión de Obligaciones, hasta el 28 de mayo del mismo año logró colocar entre diferentes inversionistas, el 100% de los valores aprobados (USD 10,00 millones).

Al 31 de agosto de 2020, ICESA S.A. presentó 2 emisiones vigentes en el Mercado de Valores, conforme al siguiente detalle.

CUADRO 16: EMISIONES MERCADO DE VALORES (AGOSTO 2020) USD

Instrumento	Año Emisión	Resolución Aprobatoria	Monto Autorizado	Monto Colocado	Saldo Capital
Primera Emisión de Obligaciones	2017	SCVS.INMV.DNAR.17.1474	8.000.000,00	8.000.000,00	1.500.000,00
Segunda Emisión de Obligaciones	2018	SCVS.IRQ.DRMV.SAR.2018.1948	10.000.000,00	10.000.000,00	5.000.000,00

Fuente: ICESA S.A. / Elaboración: Class International Rating

Presencia Bursátil

De acuerdo con lo dispuesto por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, se incluye para el análisis de la presencia bursátil, la referencia de las transacciones realizadas en las Bolsas de Valores, siendo la fórmula utilizada la siguiente:

Presencia Bursátil = Número de días Negociados Mes / Número de Ruedas Mes

CUADRO 17: PRESENCIA BURSÁTIL (USD)

Fecha	# Días Negociados	# Transacciones	Monto Negociado	# Días Bursátiles	Presencia Bursátil
abr-20	1	1	9.812,42	21	4,76%
may-20	3	3	1.938,45	19	15,79%

Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil S.A. BVG / Elaboración: Class International Rating

Sobre la base de lo analizado y detallado, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., observó y analizó la presencia bursátil. Por lo señalado, Class International Rating Calificadora de Riesgos S.A., ha dado cumplimiento con lo estipulado en el literal f, numeral 1, del Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Situación del Sector

El sector de electrodomésticos comprende tanto a fabricantes como comercializadores de productos, los mismos que pueden ser categorizados dentro de dos grandes grupos como son la línea blanca o el de enseres menores. Dentro del primer grupo se encuentran refrigeradoras, cocinas, lavadoras, hornos microondas entre otros y el segundo grupo comprende licuadoras, planchas, secadores de pelo, cocinetas, así como productos de limpieza general tales como aspiradoras, abrillantadoras y otros.

Siendo un sector importante para la economía nacional; se vio afectado al comienzo del cuarto trimestre del año 2019 por la paralización nacional de 11 días que no solo incidió en el incremento del Riesgo País, si no que significó pérdida para el país tanto en materia social, económica y financiera, si bien la tasa de crecimiento de las ventas acumuladas es positiva, la situación no es alentadora para el país ya que comparando la tasa de crecimiento del año anterior, que fue de 6,7%, se puede afirmar que las ventas locales del Ecuador tienen un crecimiento estancado que ha afectado a la economía del país.³⁹

El sector comercial le apostó a los dos últimos meses del 2019 para mejorar sus ingresos luego de una desaceleración en sus ventas. Los negocios que comercializan productos de primera necesidad (no gravados con IVA) tuvieron un buen desempeño. Entre enero y septiembre de este año estos sectores registraron un aumento en la facturación del 7,51%, comparado con iguales meses del 2018. Aunque los sectores que comercializan artículos electrónicos, electrodomésticos, ropa, zapatos, accesorios y otros gravados con IVA arrancaron bien el año, desde junio comenzaron a registrar una caída de ventas. Hasta septiembre, las ventas se redujeron 0,67% en comparación con el mismo período del 2018.⁴⁰

Para el año 2020, la economía ecuatoriana sufrió nuevamente una caída estrepitosa producto de la pandemia global que azotó a todo el mundo, generando efectos negativos a todos los sectores productivos de la economía.

³⁹<https://criteriosdigital.com/datos/depto-economico-y-comercio/crecimiento-de-las-ventas/>

⁴⁰<https://criteriosdigital.com/datos/depto-economico-y-comercio/crecimiento-de-las-ventas/>

Entre los sectores afectados se encuentra el sector el comercial, producto de la paralización de actividades por el virus, lo que ha generado que el sector deje de vender aproximadamente USD 700 millones.

Es así que para el segundo trimestre de 2020 el Valor agregado bruto del comercio (al por mayor y menor) registró un decrecimiento del -9,8% en relación al segundo trimestre de 2019; y una variación trimestral del -9,5%. Cabe mencionar que Comercio es uno de los sectores más robustos y diversificados de la economía ecuatoriana; sin embargo, este sector posee fluctuaciones cíclicas que van de la mano con la economía nacional⁴¹.

Al ser un importante sector dentro de la economía nacional, el personal ocupado evidenció una reducción de -0,2% entre agosto y julio 2020. Esta reducción de personal estuvo asociada a la optimización de la mano de obra producto de los problemas financieros ocasionados por la pandemia (COVID-19); y las expectativas de los empresarios apuntan que para septiembre el personal ocupado no varié⁴².

Por otro lado, el valor total de ventas del sector comercial aumentó en 2,1% entre agosto y julio de 2020, gracias a la demanda en aumento de los productos, debido a que se han reducido las restricciones por la pandemia y la aplicación de promociones para incentivar el consumo; además, se prevé que para septiembre de 2020 el valor de ventas aumente en un 4,0%.

El sector donde desarrolla sus actividades ICESA S.A. tiene como barreras de entrada: alta inversión en capital, dificultad para acceder a la distribución de las reconocidas marcas de línea blanca y línea café. Los fuertes gastos que deben soportar las empresas en publicidad inicial y en crear su propia clientela, la aplicación de reglamentos para emplear normas de calidad ante la importación de electrodomésticos que consumen grandes cantidades de energía, para lo cual el Gobierno de turno plantea la exigencia de certificados de eficiencia energética, lo cual conllevaría a realizar inversiones elevadas para el importe de los productos de alta calidad. La obtención de licencias, registros y certificados necesarios para desarrollarse en el sector. En cuanto a barreras de salida, corresponden a las actividades de desinversión en las cuales podría verse incurso la empresa, situación que para una empresa comercial no constituye mayores complicaciones.

Expectativas

El sector de la construcción y la arquitectura, es uno de los principales motores de la industria del aluminio, por lo que las afectaciones que puede tener este sector están proporcionalmente relacionadas. Entre los factores que ayudaron a que la actividad empiece a tomar estabilidad están la derogación de la Ley de Plusvalía, que creó nuevamente confianza entre constructores y adquirentes; la reciente Ley de Fomento Productivo, cuyo objetivo es reactivar la producción y empleo de los distintos sectores para mantener estable la economía del país; así como la eliminación del anticipo del Impuesto a la Renta en 2019. Todas estas circunstancias han ayudado a mejorar el desempeño del sector de la construcción, pero la recuperación no es inmediata.

Por otro lado, los productos de tecnología y computadores que comercializa la empresa son los de mayor proyección al consumo en el corto y mediano plazo por la coyuntura que se vive el país en estos momentos, la mayoría de consumidores quiere reemplazar y/o mejorar su computador en el hogar para la nueva modalidad de estudios, trabajo y comunicación. El gobierno anunció la de reducción de aranceles y el proyecto Ecuador digital, con esta iniciativa, según el régimen, se busca alcanzar una cobertura del 98% de los servicios de telecomunicaciones y que el 90% de los derechos de concesión obtenidos se reinvierta en tecnología.⁴³

Sin embargo, las proyecciones no son favorables, la presencia del COVID-19 ha paralizado el mundo, siendo el sector comercial unos de los sectores más afectados, pues muchos de los no son productos de primera necesidad y mantienen algunas agencias cerradas, las ventas en línea no pueden ser aplicadas de manera inmediata pues la cuarentena y la “nueva normalidad” impiden la movilización.

Por otra parte, se prevé una disminución de las ventas a crédito, pues los bancos con el fin de resguardar las posiciones de liquidez, han endurecido la aprobación de cupos para clientes.

⁴¹ <https://contenido.bce.fin.ec/home1/estadisticas/cntrimestral/CNTrimestral.jsp>

⁴² <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/Encuestas/EOE/eoe202008.pdf>

⁴³ <https://www.elcomercio.com/actualidad/tecnologia-movil-5g-ecuador-2020.html>

Posición Competitiva de la Empresa

ICESA S.A. desarrolla su actividad en un mercado competitivo, donde sus principales competidores son: MARCIMEX con una participación dentro del mercado del 17,79%, seguido por CRECOS con el 17,09%, COMANDATO con el 16,76%, ARTEFACTA con el 15,53%, LA GANGA con el 15,39%, ICESA con el 10,66% y JAHER con el 6,76%.

Cabe mencionar, que la empresa se encuentra dentro de la categoría CIU G4759.94, y en base a la última información disponible (2019), se encuentra en el puesto 154 por su posición en ventas⁴⁴.

Finalmente, y por considerarse una herramienta que permite visualizar la situación actual de la compañía, es importante incluir a continuación el análisis FODA de ICESA S.A., evidenciando los puntos más relevantes tanto positivos como negativos en cuanto a su efecto, así como factores endógenos y exógenos, de acuerdo a su origen:

CUADRO 18: FODA

Fortalezas	Oportunidades
Portafolio de marcas bien posicionadas en el mercado retail al por menor.	Expansión de tiendas exclusivas y diferenciadoras en el mercado (Samsung, iStore, HP Store, Loco Luis, etc.).
Canales de distribución integrados.	Potencialización de puntos lógicos.
Amplia cobertura a nivel nacional.	
Alianzas estratégicas con proveedores.	Presencia en nuevos centros comerciales en la región Sierra.
Productos con altos estándares de calidad.	
Debilidades	Amenazas
Márgenes de rentabilidad sensibles a políticas restrictivas de importaciones.	Competidores con una alta capacidad de reacción y cercanía al cliente.
Entorno macro económico en recesión que afecta al poder adquisitivo de la población y/o a sus preferencias de consumo.	Escasa predictibilidad en las políticas gubernamentales.
	Industria sensible a la capacidad adquisitiva del consumidor final.
	Medidas de comercio proteccionistas.

Fuente: ICESA S.A. / Elaboración: Class International Rating

Riesgo operacional

El riesgo operacional comprende la posibilidad de que el resultado económico y los flujos de la compañía se vean afectados como consecuencia de la exposición a ciertos aspectos o factores de riesgos asociados con su recurso humano, los procesos, la tecnología que utilice, el manejo de la información, entre otros.

Para ICESA S.A., una compañía comercializadora, el primer riesgo al que potencialmente se expone, se encuentra asociado con sus proveedores; sin embargo la compañía mitiga este riesgo a través de alianzas estratégicas establecidas con los principales proveedores.

ICESA S.A. realiza gran porcentaje de sus ventas bajo la modalidad de crédito, lo que condiciona a la empresa a una exposición de un riesgo de crédito, en donde la correcta gestión que se realice para la concesión de crédito y gestión de la cartera, permitirá que la compañía goce de flujos oportunos, para lo cual cuenta con una política de crédito claramente establecida.

ICESA S.A. cuenta con varias pólizas de seguros de coberturas que incluyen principalmente todo riesgo de pérdida física e imprevista, lo cual busca proteger a sus inventarios que son el activo productivo más importante de la compañía. De acuerdo a información enviada por la compañía, ICESA S.A. posee diferentes pólizas de seguro como Fidelidad privada, responsabilidad civil, rotura de maquinaria, equipo electrónico, robo y asalto, incendios, vehículos, transporte y equipo y maquinaria para contratistas, las cuales se encuentran vigentes hasta el 03 de marzo de 2021.

Finalmente, en cuanto al manejo de información, es importante señalar que ICESA S.A. cuenta con políticas informáticas claramente definidas, con sus planes de contingencia.

⁴⁴ <https://www.ekosnegocios.com/empresa/icesa-sa>

Riesgo Financiero

El análisis financiero efectuado a ICESA S.A., se realizó sobre la base de los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales auditados de los años 2016, 2017, 2018 y 2019, así como de los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales internos no auditados, sin notas a los estados financieros, al 31 de agosto de 2019 y 31 de agosto de 2020.

Análisis de los Resultados de la Empresa

Los ingresos ordinarios de la compañía mostraron una tendencia creciente entre los años 2016 y 2018, pues pasaron de USD 141,88 millones a USD 166,31 millones, gracias a las estrategias implementadas por la compañía y la eliminación de las salvaguardas (cabe considerar que en 2018 fue el mundial de fútbol, por lo que fue un año atípico en la venta de televisores); sin embargo, para 2019 los ingresos decrecieron en un 26,21%, en comparación a 2018, debido a la recesión económica que atraviesa el país, así como por las protestas que paralizaron al país en octubre de 2019, desatadas por las medidas económicas tomadas por el gobierno.

Para agosto de 2020 los ingresos ordinarios bajaron a USD 41,69 millones, es decir un 39,01% menos respecto a su similar de 2019, cuando arrojaron una suma de USD 68,36 millones, comportamiento que obedece al cierre de 198 locales debido al confinamiento por la emergencia sanitaria (COVID-19).

Los costos de ventas presentaron un comportamiento similar al descrito para los ingresos, pero con incrementos mayores, lo que redundó en un margen bruto decreciente desde el 36,20% sobre los ingresos en 2016 hasta un 31,44% de los ingresos en 2019. Mientras que, al cierre de agosto de 2020, los costos de ventas significaron el 74,86% de los ingresos, luego de haber representado el 69,85% en agosto de 2019; lo que generó un margen bruto decreciente, llegando a representar el 25,14% de los ingresos en agosto de 2020 (30,15% en agosto 2019).

Los gastos operacionales presentaron una tendencia relativamente estable sobre los ingresos (promedio entre 2016 – 2019 del 31,84%), lo que evidencia un manejo aceptable de sus políticas de gastos. Para agosto de 2020 los gastos operacionales representaron el 27,56% de los ingresos, luego de haber representado el 24,69% en agosto de 2019; cabe mencionar que la crisis sanitaria (Covid-19) obligó a la compañía a definir un nuevo tamaño y una nueva estructura con un número menor de personal, reducción de la jornada laboral, cierre de varios puntos de ventas y la evaluación de todos los gastos variables y fijos de la compañía.

Los costos de ventas y gastos operacionales fueron cubiertos de manera aceptable por sus ingresos en ciertos periodos, lo que le permitió generar un margen operativo positivo entre los años 2016, 2018 y 2019 (1,30%, 2,85% y 3,84% de los ingresos respectivamente), excepto en el año 2017 cuando arrojaron una pérdida operativa que representó el -0,33%⁴⁵, debido al registro de mayores gastos administrativos y de ventas. Para agosto de 2020, los ingresos no lograron cubrir los costos y gastos operativos, lo que generó el registro de una pérdida operativa para este periodo (-2,43% de los ingresos).

⁴⁵ ICESA S.A. incrementó el volumen de ventas de cocinas de inducción a tal punto que se convirtió en un principal proveedor del Estado en los años 2015 y 2016. Esta situación cambió drásticamente en 2017, debido al menor estímulo del Gobierno, la comercialización de este segmento evidenció una recesión importante. Esta coyuntura explica en gran medida los resultados obtenidos por la empresa en 2017.

GRÁFICO 7: UTILIDAD OPERACIONAL E INGRESOS



Fuente: ICESA S.A. / Elaboración: Class International Rating

Luego del registro de gastos financieros, otros ingresos y egresos y el impuesto a la renta, el margen neto generado por ICESA S.A. presentó diferentes comportamientos, producto de las fluctuaciones registradas en las ventas, es así que pasó de representar un 0,72% de los ingresos en 2016, a una pérdida (-1,93% de los ingresos) en 2017, para después recuperarse levemente en 2019, llegando a un 0,07% de los ingresos.

Para agosto de 2020, la compañía registró una pérdida al final del periodo que significó un -12,56% de los ingresos, debido a la recesión económica que atraviesa el país, lo que repercutió sobre el dinamismo del segmento comercial en general, además del confinamiento y suspensión de actividades originados por el COVID-19.

La compañía con la finalidad de mitigar los efectos de la crisis sanitaria realizó las siguientes acciones comerciales: impulsar la página web de ecommerce; realizar un proyecto de venta multinivel, e impulsar el plan comercial de renting de motos.

Indicadores de Rentabilidad y Cobertura

El comportamiento ya analizado de la utilidad al final de cada periodo, sumado con las variaciones registradas tanto de activos como de patrimonio, ocasionó que la rentabilidad (ROE Y ROA) presente un comportamiento variable, incluso hasta el punto de no registrar ningún tipo de rentabilidad, debido a las pérdidas generadas en 2017 y en los dos periodos interanuales analizados, lo que determina que los accionistas no percibieron una rentabilidad sobre su inversión.

CUADRO 19 / GRÁFICO 8: RENTABILIDAD SOBRE ACTIVO Y PATRIMONIO

Ítem	2016	2017	2018	2019
ROA	1,10%	-3,30%	1,91%	0,07%
ROE	4,23%	-13,58%	9,02%	0,37%

Ítem	ago-19	ago-20
ROA	-5,56%	-4,44%
ROE	-37,75%	-30,10%



Fuente: ICESA S.A. / Elaboración: Class International Rating

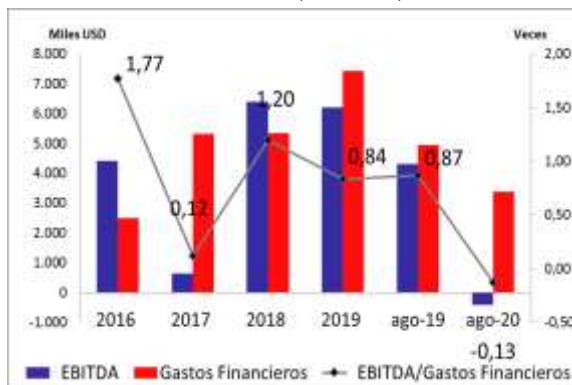
El EBITDA (acumulado) de la compañía presentó un comportamiento fluctuante, producto de la variación registrada en el margen operativo, es así que pasó de representar un 3,11% de los ingresos en 2016 hasta un 0,42% en 2017; sin embargo, para 2019 se registró una mejoría en el margen operativo, llegando a significar el EBITDA (acumulado) un 5,06% de los ingresos. No obstante, para agosto de 2020, el EBITDA (acumulado) registró

el -1,02% de los ingresos, debido al registro de un margen operativo negativo, esto evidencia que la compañía disminuyó notablemente la generación de recursos propios que le permitan cubrir de manera aceptable sus gastos financieros y obligaciones en general.

CUADRO 20, GRÁFICO 9: EBITDA Y COBERTURA DE GASTOS FINANCIEROS (Miles USD)

Ítem	2016	2017	2018	2019
EBITDA	4.411	638	6.406	6.204
Gastos Financieros	2.490	5.325	5.339	7.424
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros (veces)	1,77	0,12	1,20	0,84

Ítem	ago-19	ago-20
EBITDA	4.291	-424
Gastos Financieros	4.949	3.376
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros (veces)	0,87	-0,13



Fuente: ICESA S.A. / Elaboración: Class International Rating

Capital Adecuado Activos

El total de activos de la compañía presentó una tendencia creciente, desde USD 93,72 millones en 2016 hasta USD 120,77 millones en 2019, sin embargo, para agosto de 2020 se registró un decrecimiento del -2,29%, llegando a totalizar la suma de USD 117,99 millones, debido al decrecimiento de su efectivo y equivalentes de efectivo, inventarios, propiedad, planta y equipo, entre otros.

Debido a la naturaleza comercial de la compañía, la estructura de los activos revela la prevalencia de aquellos de tipo corriente sobre los no corrientes, es así que en promedio 2016-2019 estos activos corrientes representaron el 65,94% del total de activos, mientras que a agosto de 2020 representaron el 76,55% de los activos; siendo sus principales rubros a agosto de 2020, las cuentas por cobrar a clientes la cual representó el 47,05% de los activos totales (36,80% en 2019), seguida por los Inventarios, cuenta que representó el 21,20% de los activos totales (22,17% en 2019).

Por otra parte, los activos no corrientes representaron en promedio 2016-2019 el 34,06% del total de activos, mientras que a agosto de 2020 representó el 23,45%; siendo los rubros más importantes a esta última fecha, la Propiedad, planta y equipo; en este rubro se destaca Edificios, conjuntamente con Instalaciones y mejoras; rubro que representó el 13,12% del total de activos (16,29% en 2019), seguido de lejos por otras inversiones con el 4,95% del total de activos (7,78% en 2019); es importante mencionar que dentro de otras inversiones se registra los arriendos por derecho de uso.

A partir de 2017 los activos no corrientes registran Propiedades de inversión, con valores superiores a los registrados hasta 2016. A diciembre de 2019 el rubro incluye un terreno en Guayaquil y un inmueble en Quito aportado a un fideicomiso y representó el 3,38% de los activos totales (3,29% a agosto de 2020).

Pasivos

El total de los pasivos de ICESA S.A. presentó una tendencia creciente sobre el financiamiento de los activos, es así que luego de fondear el 74,07% en 2016, pasó a un 81,26% en diciembre de 2019 y un 85,26% de los activos en agosto de 2020, debido al incremento de sus obligaciones con costo. Lo mencionado revela la política de financiamiento de la compañía, que privilegia el uso de pasivos para el financiamiento de activos.

En cuanto a su estructura, los pasivos de mayor relevancia fueron los pasivos corrientes, los cuales financiaron en promedio 2016-2019, el 58,30% del total de activos y el 52,84% en agosto de 2020, siendo el rubro más importante a agosto de 2020, las cuentas por pagar a proveedores locales y del exterior con el 23,90% del total

de activos (25,60% en 2019), seguido de obligaciones bancarias a corto plazo, la cual representó el 15,60% de los activos (22,41% en 2019); es importante mencionar, que durante los meses de confinamiento por la emergencia sanitaria, la compañía refinanció sus pasivos bancarios.

Por último, se encuentra otras cuentas por pagar a corto plazo con el 7,33% del total de activos (3,38% en 2019), dentro de esta cuenta se registra las cuentas por pagar - Proceso de Crédito de ICESA S.A., obligaciones con terceros, beneficios sociales, impuestos por pagar y otros pasivos corrientes.

Por otra parte, los pasivos no corrientes financiaron en promedio 2016-2019 el 19,17%, mientras que agosto de 2020 financiaron el 32,41%; el rubro más importante fue las obligaciones bancarias a largo plazo, pues financió el 22,16% del total de activos (13,02% en 2019), a esta cuenta le sigue las obligaciones en el mercado de valores con el 5,51% (3,52% en 2019).

La deuda financiera (conformada por créditos de instituciones financieras locales y emisiones con el Mercado de Valores) fue un rubro importante dentro del financiamiento de los activos, puesto que pasó de fondar el 38,00% de los activos en 2016 a un 42,40% en 2019 y un 43,27% en agosto de 2020.

Es importante mencionar que el indicador que relaciona la deuda financiera/ patrimonio, se ubicó por encima del 100% durante todo el periodo analizado.

Por otro lado, el indicador que relaciona deuda financiera/ pasivo, registró un comportamiento variable desde el 2016 hasta 2019, registrando a este último periodo una cobertura de 52,18%, mientras que en agosto de 2020 fue de 50,75%.

Patrimonio⁴⁶

El patrimonio presentó un comportamiento a la baja sobre el financiamiento de los activos, pues pasó de un 25,93% en 2016 a un 18,74% en 2019 y un 14,74% de los activos en agosto de 2020. Este último comportamiento obedece al registro de una importante pérdida.

En la estructura del patrimonio, las reservas (Legal y por Revalorización), a partir de 2016 representaron la mayor participación sobre los activos, es así que a diciembre de 2019 significaron el 8,81% de los activos y a agosto de 2020 el 11,33%; seguidos por Capital social, que a diciembre de 2019 representó el 7,15% de los activos y a agosto de 2020 el 7,32%. El capital social de la compañía no presentó variaciones durante el periodo analizado, pues se mantuvo en USD 8,64 millones.

Flexibilidad Financiera

Los indicadores de razón circulante o corriente se ubicaron sobre la unidad, lo que redundó en un capital de trabajo positivo que para 2019 significó el 10,28% de los activos y a agosto de 2020 el 23,71% de los activos. El peso de los inventarios dentro de los activos corrientes determina la posición del indicador de liquidez inmediata, por debajo de la unidad (a excepción de agosto 2020), tal como se evidencia a continuación:

⁴⁶ La distribución de las utilidades a los accionistas se hará en proporción al valor pagado de sus respectivas acciones, considerando la atribución de la Junta General de accionistas de resolver acerca de la forma de reparto de los beneficios sociales y la obligación del Presidente ejecutivo de presentar un proyecto de distribución de utilidades.

CUADRO 21, GRÁFICO 10: NIVEL DE LIQUIDEZ (Miles USD)

Ítem	2016	2017	2018	2019
Activo Corriente	61.934	54.174	71.593	84.773
Pasivo Corriente	50.410	52.874	64.535	72.360
Razón Circulante (veces)	1,23	1,02	1,11	1,17
Liquidez Inmediata (veces)	0,66	0,57	0,59	0,80

Ítem	ago-19	ago-20
Activo Corriente	88.528	90.333
Pasivo Corriente	62.717	62.355
Razón Circulante (veces)	1,41	1,45
Liquidez Inmediata (veces)	0,83	1,00



Fuente: ICESA S.A. / Elaboración: Class International Rating

Indicadores de Eficiencia

ICESA S.A. presentó un periodo de cobros con tendencia creciente, desde 44 días en 2017 hasta 132 días en 2019, lo que determina que la compañía hace efectiva la cobranza de sus facturas en este lapso aproximadamente.

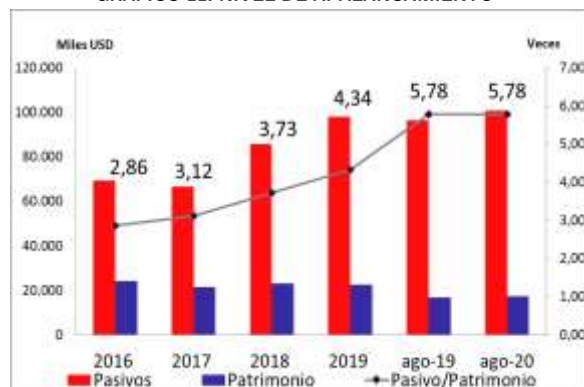
Por otro lado, al referirnos al indicador “plazo proveedores” se pudo evidenciar que la compañía durante el periodo 2019 pagó a sus proveedores en un tiempo promedio de 134 días, resultado que evidencia un descalce de 2 días entre el plazo de pago a proveedores y el período de cobro.

En cuanto a la Duración de Existencias, se pudo evidenciar que el tiempo que la compañía mantuvo sus existencias en bodega fue irregular, a diciembre de 2019 se ubicó en 116 días aproximadamente, determinando que existe un desfase al restar al plazo de proveedores, el periodo de cobros y la duración de existencias, de 114 días en 2019, periodo para el cual la empresa recurrió a otras fuentes de financiamiento, diferentes a Proveedores.

Indicadores de Endeudamiento Solvencia y Solidez

El comportamiento descrito para pasivos y patrimonio, redundó en un apalancamiento (pasivo total/patrimonio) superior a 3 veces a lo largo del periodo analizado (salvo en 2016 cuando se ubicó en 2,86 veces). Lo anterior revela la política de financiamiento de la compañía, con privilegio del uso de pasivos, la misma que aporta a la maximización de la rentabilidad para los accionistas; sin embargo, la compañía debe procurar un equilibrio entre rentabilidad y el riesgo inherente al endeudamiento.

GRÁFICO 11: NIVEL DE APALANCAMIENTO



Fuente: ICESA S.A. / Elaboración: Class International Rating

La relación Pasivo Total / EBITDA (anualizado), que compara el nivel de endeudamiento de la compañía con la generación de recursos propios por el desarrollo de la actividad, determina que al cierre de 2019 la compañía estaría en capacidad de cancelar sus pasivos en 15,82 años, mientras que a agosto de 2020, la afectación del EBITDA (anualizado), debido al registro de la pérdida operativa, ubicó el indicador sobre los 60 años. Por otro lado, la relación Deuda financiera / EBITDA (anualizado), determina que al cierre de 2019 la compañía estaría en capacidad de cancelar su deuda financiera en 8,25 años, mientras que a agosto de 2020 se incrementaría sobre los 30 años, ambos tiempos superiores a los plazos en que la compañía tiene contratada su deuda financiera, lo que demuestra una débil generación de flujo propio.

Contingentes

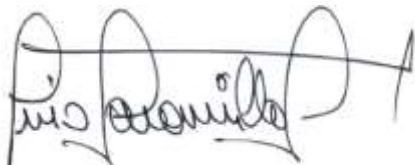
Al 31 de agosto de 2020, conforme información proporcionada por la administración, la compañía no registra obligaciones financieras como codeudor o garante.

Liquidez de los instrumentos

Situación del Mercado Bursátil⁴⁷

Durante noviembre de 2018, el Mercado de Valores autorizó 62 Emisiones de Obligaciones de las cuales el 100% pertenecieron al sector mercantil, determinando que 20 emisiones fueron autorizadas en la ciudad de Quito y 42 en la ciudad de Guayaquil, registrando un monto total de USD 377,50 millones, valor que representó 39,29% del monto total de emisiones autorizadas. Por otra parte, las emisiones de Papel Comercial representaron el 36,32%, las acciones el 0,52% y las titularizaciones el 23,87% del total aprobado hasta el 31 de diciembre de 2018. El monto total de obligaciones aprobadas en el mercado de valores alcanzó la suma de USD 960,90 millones hasta diciembre de 2018, determinando que la distribución por sector económico estuvo concentrado en el segmento de industrias manufactureras con el 42,41%, comercio al por mayor y al por menor con el 30,84% y actividades financieras con el 19,11%.

Atentamente,



Econ. Luis R. Jaramillo Jiménez MBA
GERENTE GENERAL



Econ. Roberto Jordán
Analista

⁴⁷ <https://portal.supercias.gob.ec/wps/portal/Inicio/Inicio/MercadoValores/Estadisticas/ResumenEjecutivo> (última información registrada en dicha página web)

ANEXO I: ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (Miles USD)

Cuenta	2016	2017	2018	ago-19	2019	ago-20
ACTIVO						
Efectivo y equivalentes de efectivo	4.313	7.355	3.261	16.656	3.882	536
Cuentas por cobrar clientes	22.248	18.013	30.607	32.445	44.441	55.518
Cuentas por cobrar relacionados	-	-	-	-	-	-
Provisión cuentas incobrables	-	-	-	-	-	-
Inventarios	27.804	23.507	33.408	33.802	26.778	25.017
Otros Activos Corrientes	7.569	5.299	4.317	5.625	9.672	9.261
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	61.934	54.174	71.593	88.528	84.773	90.333
Propiedad, planta y equipo neto	21.521	18.930	20.156	17.323	19.675	15.478
Propiedades de inversión	1.109	4.609	4.609	4.459	4.084	3.884
Otros Activos No Corrientes	9.152	10.347	12.180	2.794	12.235	8.303
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	31.782	33.887	36.945	24.576	35.994	27.665
TOTAL ACTIVOS	93.716	88.060	108.538	113.104	120.766	117.998
PASIVOS						
Préstamos (Obligaciones Bancarias)	20.500	19.995	25.253	27.757	27.061	18.406
Proveedores locales y del exterior	25.334	19.219	27.433	26.227	30.922	28.196
Obligaciones Mercado de Valores	-	6.833	4.833	-	4.167	-
Otros Pasivos Corrientes	4.576	6.827	7.016	8.733	10.210	15.753
TOTAL PASIVOS CORRIENTE	50.410	52.874	64.535	62.717	72.360	62.355
Préstamos (Deuda bancaria LP)	15.112	10.137	8.600	19.397	15.729	26.148
Obligaciones Mercado de Valores	0	0	8.417	10.500	4.250	6.500
Otros Pasivos No Corrientes	3.898	3.668	4.019	3.818	5.794	5.598
TOTAL PASIVOS NO CORRIENTE	19.010	13.805	21.036	33.714	25.773	38.246
Deuda Financiera	35.611	36.965	47.103	57.653	51.207	51.053
Deuda Financiera C/P	20.500	26.828	30.087	27.757	31.228	18.406
Deuda Financiera L/P	15.112	10.137	17.017	29.897	19.979	32.648
TOTAL PASIVOS	69.420	66.679	85.571	96.431	98.133	100.601
PATRIMONIO						
Capital Social	8.636	8.636	8.636	8.636	8.636	8.636
Reservas	10.501	10.604	10.435	10.107	10.642	13.368
Aportes futura capitalización	0	0	0	0	3.442	0
Resultados acumulados	4.131	5.045	1.825	4.225	-170	630
Utilidad neta del ejercicio	1.028	-2.903	2.072	-6.294	84	-5.237
TOTAL PATRIMONIO	24.296	21.382	22.967	16.673	22.634	17.397

Fuente: ICESA S.A. / Elaboración: Class International Rating

ANEXO II: ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (Miles USD)

ESTADO DE RESULTADOS	2016	2017	2018	ago-19	2019	ago-20
Ventas	141.880	150.163	166.313	68.356	122.727	41.693
Costo de ventas	90.519	99.063	110.860	47.750	84.143	31.212
MARGEN BRUTO	51.361	51.100	55.452	20.606	38.584	10.481
Total Gastos Operacionales	49.519	51.592	50.709	16.874	33.869	11.493
UTILIDAD OPERACIONAL	1.842	(493)	4.743	3.732	4.715	(1.012)
Gastos Financieros	2.490	5.325	5.339	4.949	7.424	3.376
Otros ingresos/egresos no operacionales, neto	2.770	3.627	3.677	(5.076)	3.013	(849)
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	2.121	(2.191)	3.082	(6.294)	304	(5.237)
Impuesto a la Renta	1.093	712	1.010	0	220	0
UTILIDAD NETA DEL EJERCICIO	1.028	(2.903)	2.072	(6.294)	84	(5.237)

Fuente: ICESA S.A. / Elaboración: Class International Rating

ANEXO III: INDICADORES FINANCIEROS

Razón Financiera	2016	2017	2018	ago-19	2019	ago-20
Gastos Operacionales / Ingresos	34,90%	34,36%	30,49%	24,69%	27,60%	27,56%
Utilidad Operacional / Ingresos	1,30%	-0,33%	2,85%	5,46%	3,84%	-2,43%
Utilidad Neta del Ejercicio/ Ingresos	0,72%	-1,93%	1,25%	-9,21%	0,07%	-12,56%
Utilidad operacional / Utilidad Neta del Ejercicio	179,21%	16,97%	228,95%	-59,29%	5644,62%	19,32%
Utilidad Neta / capital permanente	3,00%	-9,88%	5,74%	-12,94%	0,21%	-9,58%
Utilidad Operativa / capital permanente	5,38%	-1,68%	13,14%	7,67%	12,01%	-1,85%
(Otros Ingr/Egr neto) / Utilidad Neta del Ejercicio	269,44%	-124,94%	177,51%	80,66%	3606,64%	16,21%
Gastos financieros / Utilidad Neta del Ejercicio	242,28%	-183,43%	257,69%	-78,64%	8887,50%	-64,47%
Rentabilidad						
Rentabilidad sobre Patrimonio	4,23%	-13,58%	9,02%	-37,75%	0,37%	-30,10%
Rentabilidad sobre Activos	1,10%	-3,30%	1,91%	-5,56%	0,07%	-4,44%
Rentabilidad operacional / activos operacionales	2,43%	-0,73%	5,42%	3,72%	4,97%	-1,05%
Resultados operativos medidos / activos totales	1,97%	-0,56%	4,37%	3,30%	3,90%	-0,86%
Liquidez						
Razón Corriente	1,23	1,02	1,11	1,41	1,17	1,45
Liquidez Inmediata	0,66	0,57	0,59	0,83	0,80	1,00
Capital de Trabajo	11.524	1.300	7.058	25.811	12.413	27.978
Capital de Trabajo / Activos Totales	12,30%	1,48%	6,50%	22,82%	10,28%	23,71%
Cobertura						
EBITDA	4.411	638	6.406	4.291	6.204	-424
EBITDA anualizado	4.411	638	6.406	6.436	6.204	1.489
Ingresos	141.880	150.163	166.313	68.356	122.727	41.693
Gastos Financieros	2.490	5.325	5.339	4.949	7.424	3.376
EBITDA / Ingresos	3,11%	0,42%	3,85%	6,28%	5,06%	-1,02%
EBITDA/Gastos Financieros	1,77	0,12	1,20	0,87	0,84	-0,13
Utilidad Operativa / Deuda Financiera	0,05	-0,01	0,10	0,06	0,09	-0,02
EBITDA/Deuda Total	0,12	0,02	0,14	0,11	0,12	0,03
Flujo libre de caja / Deuda total	1,23	0,27	0,07	0,34	0,08	0,05
EBITDA (anualizado) / Gastos de Capital	3,66	0,38	2,04	0,54	3,37	0,21
Gastos de Capital / Depreciación	0,56	1,96	3,83	21,13	2,13	11,82
Solvencia						
Pasivo Total / Patrimonio	2,86	3,12	3,73	5,78	4,34	5,78
Activo Total / Capital Social	10,85	10,20	12,57	13,10	13,98	13,66
Pasivo Total / Capital Social	8,04	7,72	9,91	11,17	11,36	11,65
Deuda Financiera / EBITDA (anualizado)	8,07	57,97	7,35	8,96	8,25	34,29
Pasivo Total / EBITDA (anualizado)	15,74	104,57	13,36	14,98	15,82	67,56
Deuda Financiera / Pasivo	51,30%	55,44%	55,05%	59,79%	52,18%	50,75%
Deuda Financiera / Patrimonio	146,57%	172,88%	205,09%	345,78%	226,24%	293,46%
Deuda total de corto plazo/ Deuda total	57,56%	72,58%	63,87%	48,14%	60,98%	36,05%
Pasivo Total / Activo Total	74,07%	75,72%	78,84%	85,26%	81,26%	85,26%
Capital Social / Activo Total	9,21%	9,81%	7,96%	7,64%	7,15%	7,32%
Solidez						
Patrimonio Total / Activo Total	25,93%	24,28%	21,16%	14,74%	18,74%	14,74%
Eficiencia						
Periodo de Cobros (días)	57	44	67	115	132	325
Duración de Existencias (días)	112	87	110	172	116	196
Plazo de Proveedores	102	71	90	133	134	220

Fuente: ICESA S.A. / Elaboración: Class International Rating