

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

Quito - Ecuador

Sesión de Comité No. 008/2020, del 31 de enero de 2020  
Información Financiera cortada al 30 de noviembre de 2019

Analista: Ing. Jenny Hidalgo  
[jenny.hidalgo@classrating.ec](mailto:jenny.hidalgo@classrating.ec)  
[www.classinternationalrating.com](http://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-INMV-DNAR-17-0001474, emitida el 24 de abril de 2017**

**Fundamentación de la Calificación**

El Comité de Calificación reunido en sesión No. 008/2020 del 31 de enero de 2020, decidió otorgar la calificación de "AA+" a la Primera Emisión de Obligaciones – ICESA S.A. por un monto de ocho millones de dólares (USD 8'000.000,00).

**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 de pago del mismo, ni estabilidad de su 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 Primera 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 muestran una clara tendencia creciente en el periodo analizado (2015-2018), pues pasó de USD 137,48 millones en 2015 a USD 166,31 millones en 2018, 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). Para noviembre de 2019 los ingresos ordinarios fueron de USD 100,40 millones, monto inferior en 30,72% respecto a su similar de 2018, cuando arrojaron una suma de USD 144,93 millones, comportamiento que obedece en parte a la recesión económica que atraviesa el país.
- Los costos de ventas y gastos operacionales fueron cubiertos de manera aceptable por sus ingresos, lo que le permitió generar un margen operativo positivo entre los años 2015, 2016 y 2018 (2,68%, 1,30% y 2,85% de los ingresos), excepto en el año 2017 y noviembre 2019, cuando arrojaron una pérdida operativa que representó el -0,33% y el -0,06% respectivamente, debido al registro de mayores gastos administrativos y de ventas.
- 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 un comportamiento decreciente, que pasó de 1,92% de los ingresos en 2015 hasta una pérdida (-1,93% de los ingresos) en 2017. Para el cierre de 2018 el margen neto se recupera, ubicándose en 1,25% de los ingresos, como efecto de mayores ventas y un mejor control de sus gastos operativos. Para noviembre de 2019, la compañía registró una pérdida al final del periodo que significó un -5,38% de los ingresos, debido a la recesión económica que atraviesa el país, lo que repercutió sobre el dinamismo del segmento comercial en general, sin embargo, el desempeño de la compañía, para diciembre de 2019 (propio de la estacionalidad del negocio) arrojó resultados positivos, generando una utilidad de USD 600 mil, revertiendo la pérdida de noviembre de 2019.
- El EBITDA (acumulado) de la compañía se presentó positivo a lo largo del periodo analizado, aunque con tendencia decreciente, es así que pasó de representar un 4,55% de los ingresos en 2015 hasta un 0,42% en 2017. Al cierre de 2018 se recuperó hasta significar un 3,52% de los ingresos, gracias a una mayor actividad comercial de ICESA S.A. Para los periodos interanuales se mantiene la tendencia a la baja, pues luego de representar el 7,38% de los ingresos en noviembre de 2018, pasó a significar apenas un 0,68% de los ingresos en noviembre de 2019, lo que 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 (ocurriendo lo mismo al cierre de 2017).
- El total de activos de la compañía presentó una tendencia general creciente, desde USD 76,96 millones en 2015 hasta USD 108,54 millones en 2018 y USD 121,29 millones en noviembre de 2019 (matizada por un decrecimiento en 2017), gracias al incremento de sus cuentas por cobrar e inventarios.
- La antigüedad de las cuentas por cobrar (neto) de ICESA S.A. presentó a noviembre de 2019, una cartera por vencer del 39,94%, lo que demuestra que la entidad debería intensificar la gestión de cobranzas con el fin de disminuir el riesgo de incobrabilidad y posibles problemas de liquidez, pues sumada a la cartera vencida de hasta 30 días, alcanzó apenas el 43,31% de cartera total.
- El total de los pasivos de ICESA S.A. presentó una tendencia creciente sobre el financiamiento de los activos a partir del año 2016, es así que luego de fondear el 74,07% en ese año, pasó a un 78,84% en diciembre de 2018 y un 85,52% de los activos en noviembre de 2019, debido al incremento de sus obligaciones con costo y de sus cuentas por pagar a proveedores, lo que deriva 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.
- El patrimonio presentó un comportamiento a la baja sobre el financiamiento de los activos, pues pasó un 24,91% en 2015 a un 21,16% en 2018 y un 14,48% de los activos en noviembre de 2019. Este último comportamiento obedece al registro de una importante pérdida en términos monetarios.
- Los indicadores de razón circulante o corriente, salvo en 2015, se ubicaron sobre la unidad, lo que redundó en un capital de trabajo positivo que para 2018 significó el 6,50% de los activos y a noviembre de 2019 el 20,84% de los activos.

### Sobre la Emisión:

- A los 03 días del mes de febrero de 2017, la Junta General Extraordinaria Universal de Accionistas de ICESA S.A., compuesta por la totalidad de los accionistas, en forma unánime resolvió autorizar la Primera Emisión

- de Obligaciones, por un monto de hasta USD 8,00 millones el mismo que se encuentra respaldado por una garantía general.
- Posteriormente, con fecha 09 de marzo de 2017, ICESA S.A. como emisor, conjuntamente con el Estudio Jurídico Bondholder Representative S.A. como Representante de los Obligacionistas, suscribieron el contrato de la Primera Emisión de Obligaciones.
  - Hasta el 30 de noviembre de 2019, luego de haber cancelado los respectivos dividendos, el saldo de capital de la emisión ascendió a USD 2,17 millones.
  - La Primera 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 30 de noviembre de 2019, 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 30 de noviembre de 2019 fue de 3,23 veces, incumpliendo 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 30 de noviembre de 2019 la compañía contó con activos menos las deducciones que contempla la normativa, por la suma de USD 99,76 millones, siendo el 80,00% de los mismos, USD 79,81 millones, presentando este último una cobertura de 36,83 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 noviembre de 2019, los resultados fueron inferiores a lo proyectado en un inicio, a pesar de lo cual los pagos a los inversionistas se han realizado con normalidad en las fechas establecidas para ello.

## 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.

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 Primera 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 Primera Emisión de Obligaciones.
- Acta de la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas del 03 de febrero de 2017.
- Declaración Juramentada de los activos que respaldan la emisión.
- Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales auditados de los años 2015, 2016, 2017 y 2018 de ICESA S.A., así como los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales internos no auditados, sin notas financieras, al 30 de noviembre de 2018 y 30 de noviembre de 2019. 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 03 días del mes de febrero de 2017, 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 Primera Emisión de Obligaciones, por un monto de hasta USD 8'000.000,00.

Posteriormente, ICESA S.A. como Emisora, conjuntamente con el Estudio Jurídico Bondholder Representative S.A. como Representante de los Obligacionistas, con fecha 09 de marzo de 2017, ante la Notaria Vigésima Primera del Cantón Quito, suscribieron el contrato de la Primera Emisión de Obligaciones ICESA S.A., de donde se desprenden las siguientes características:

**CUADRO 1: ESTRUCTURA DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES**

<b>PRIMERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES ICESA S.A.</b>				
<b>Emisor</b>	ICESA S.A.			
<b>Monto</b>	Hasta USD 8'000.000,00			
<b>Moneda</b>	Dólares de los Estados Unidos de América			
<b>Títulos de las obligaciones</b>	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.			
<b>Rescates Anticipados</b>	Podrán efectuarse rescates anticipados mediante acuerdos que se establezcan entre el emisor y los obligacionistas, previa resolución unánime de los obligacionistas.			
<b>Underwriting</b>	El emisor suscribió un contrato Underwriting con el Agente colocador, bajo la modalidad del mejor esfuerzo.			
<b>Clase, Monto, Plazo y Tasa</b>	<b>CLASE</b>	<b>MONTO</b>	<b>PLAZO</b>	<b>TASA DE INTERÉS</b>
	A	USD 4.00.000,00	1.080 días	8,00% fija anual

	B	USD 4.00.000,00	1.440 días	8,50% fija anual
<b>Estructurador y Agente Colocador</b>	MERCAPITAL Casa de Valores S.A.			
<b>Agente Pagador</b>	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.			
<b>Tipo de Garantía</b>	Garantía General de acuerdo a lo estipulado en el Art. 162 Ley de Mercado de Valores.			
<b>Amortización Capital</b>	Clase A trimestral y Clase B semestral.			
<b>Pago de Intereses</b>	Trimestral.			
<b>Forma de Cálculo intereses</b>	Base 30/360.			
<b>Destino de los recursos</b>	100% para financiar Capital de Trabajo operativo.			
<b>Fecha de generación de intereses</b>	La fecha en que los valores sean negociados en forma primaria.			
<b>Representante de Obligacionistas</b>	Estudio Jurídico Bondholder Representative S.A.			
<b>Sistema de Colocación</b>	Oferta Pública a través del Mercado Bursátil.			
<b>Resguardos establecidos del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros.</b>	<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"> <li>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"> <li>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</li> <li>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.</li> </ol> </li> <li>No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.</li> <li>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..</li> </ul>			
<b>Resguardos Adicionales</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Como resguardos adicionales, el Emisor mantendrá durante la vigencia de la emisión:           <ul style="list-style-type: none"> <li>❖ Un nivel de pasivo financiero (bancos locales e internacionales y emisiones) sobre patrimonio, igual o menor a 3,0 veces.</li> <li>❖ Reparto de dividendos en efectivo hasta el 50% de los resultados acumulados.</li> </ul> </li> </ul>			

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.

**CUADROS 2 y 3: AMORTIZACIÓN DE CAPITAL Y PAGO DE INTERESES (USD)**

CLASE A					CLASE B				
Fecha	Capital	Interés	Dividendo	Saldo	Fecha	Capital	Interés	Dividendo	Saldo
10-may-17				4.000.000	10-may-17				4.000.000
10-ago-17	333.333	80.000	413.333	3.666.667	10-ago-17	-	85.000	85.000	4.000.000
10-nov-17	333.333	73.333	406.667	3.333.333	10-nov-17	500.000	85.000	585.000	3.500.000
10-feb-18	333.333	66.667	400.000	3.000.000	10-feb-18	-	74.375	74.375	3.500.000
10-may-18	333.333	60.000	393.333	2.666.667	10-may-18	500.000	74.375	574.375	3.000.000
10-ago-18	333.333	53.333	386.667	2.333.333	10-ago-18	-	63.750	63.750	3.000.000
10-nov-18	333.333	46.667	380.000	2.000.000	10-nov-18	500.000	63.750	563.750	2.500.000
10-feb-19	333.333	40.000	373.333	1.666.667	10-feb-19	-	53.125	53.125	2.500.000
10-may-19	333.333	33.333	366.667	1.333.333	10-may-19	500.000	53.125	553.125	2.000.000
10-ago-19	333.333	26.667	360.000	1.000.000	10-ago-19	-	42.500	42.500	2.000.000
10-nov-19	333.333	20.000	353.333	666.667	10-nov-19	500.000	42.500	542.500	1.500.000
10-feb-20	333.333	13.333	346.667	333.333	10-feb-20	-	31.875	31.875	1.500.000
10-may-20	333.333	6.667	340.000	-	10-may-20	500.000	31.875	531.875	1.000.000
<b>Total</b>	<b>4.000.000</b>	<b>520.000</b>	<b>4.520.000</b>		10-ago-20	-	21.250	21.250	1.000.000
					10-nov-20	500.000	21.250	521.250	500.000
					10-feb-21	-	10.625	10.625	500.000
					10-may-21	500.000	10.625	510.625	-
					<b>Total</b>	<b>4.000.000</b>	<b>765.000</b>	<b>4.765.000</b>	

Fuente: Estructuración financiera / Elaboración: Class International Rating



## Situación de la Emisión de Obligaciones (30 de noviembre de 2019)

Con fecha 24 de abril de 2017, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros resolvió aprobar la Emisión de Obligaciones por un monto de hasta USD 8,00 millones, bajo la Resolución No. SCVS-INMV-DNAR-17-0001474, que fue inscrita en el Catastro Público del Mercado de Valores el 27 de abril de 2017, determinando además un plazo de vigencia de la oferta pública hasta el 24 de enero de 2018.

## Colocación de los Valores

Con fecha 10 de mayo de 2017, MERCAPITAL Casa de Valores S.A. (Agente Colocador) inició la colocación de los valores correspondientes a la presente Emisión de Obligaciones, hasta el 18 de mayo del mismo año logró colocar entre diferentes inversionistas, el 100% de los valores aprobados (USD 8,00 millones).

## Saldo de Capital

Hasta el 30 de noviembre de 2019, luego de haber cancelado el décimo dividendo (k+i) de la clase A y el quinto dividendo de capital y el décimo dividendo de intereses de la clase B, el saldo de capital de la emisión ascendió a USD 2,17 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 30 de noviembre de 2019, 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.

## Resguardos Adicionales

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.
- 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, excepto en uno de sus resguardos voluntarios:

CUADRO 4: PARÁMETROS CUANTIFICABLES

INDICADOR	Límite establecido	Semestre	nov-19	Cumplimiento
Indicador promedio de liquidez	Mayor o igual a 1	1,51 veces	-	SÍ
Activos reales / Pasivos	Mayor o igual a 1		1,12 veces	SÍ
Pasivo financiero / Patrimonio	Igual o menor a 3		3,23 veces	NO
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 abril, el promedio se calculará en semestres abril-septiembre y octubre-marzo, según corresponda.

CUADRO 5: CÁLCULO DEL INDICADOR PROMEDIO DE LIQUIDEZ (USD)

Rubro	abr-19	may-19	jun-19	jul-19	ago-19	sep-19	PROMEDIO
Activos corrientes	80.538.147	80.104.808	78.796.774	80.506.594	88.528.089	84.050.336	
Pasivos corrientes	51.758.855	51.331.130	50.773.338	53.776.676	62.716.852	57.786.690	
<b>Índice Liquidez</b>	<b>1,56</b>	<b>1,56</b>	<b>1,55</b>	<b>1,50</b>	<b>1,41</b>	<b>1,45</b>	

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

## Monto Máximo de Emisión

La Primera 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 30 de noviembre de 2019, ICESA S.A. estuvo conformada por un total de activos de USD 121,29 millones, de los cuales el 89,11% son activos libres de gravamen. A continuación se evidencia el detalle de lo mencionado:

CUADRO 6: ACTIVOS LIBRES DE GRAVAMEN, ICESA S.A. (USD Noviembre 2019)

Concepto	Libres	%
Disponibles	10.750.147	9,95%
Exigibles	42.375.590	39,21%
Realizables	34.656.614	32,06%
Activo Fijo	4.141.766	3,83%
Otros activos	16.161.109	14,95%
<b>TOTAL</b>	<b>108.085.226</b>	<b>100,00%</b>

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 30 de noviembre de 2019, 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 complementarias<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> “La verificación realizada por la calificadora 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 calificadora 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.”



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 30 de noviembre de 2019, presentó un monto de activos menos las deducciones que establece la normativa de USD 99,76 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 79,81 millones, determinando que el saldo de capital de la Primera 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 46,04 veces sobre el saldo de capital de la Emisión.

**CUADRO 7: CÁLCULO DEL MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN DE ICESA S.A. (USD)**

Descripción	nov-19
Total Activos	121.289.096
(-) Activos Diferidos o Impuestos diferidos	1.426.981
(-) Activos Gravados	13.202.870
(-) Activos en Litigio y monto de las impugnaciones tributarias <sup>2</sup>	0
(-) Monto no redimido de Obligaciones en circulación	6.250.000
(-) Monto no redimido de Titularizaciones de Flujos de Fondos de bienes que se esperan que existan <sup>3</sup>	0
(-) Derechos Fiduciarios <sup>4</sup>	0
(-) Inversiones en Acciones en compañías nacionales o extranjeras <sup>5</sup>	650.000
<b>Total Activos con Deducciones señaladas por la normativa</b>	<b>99.759.245</b>
<b>Monto Máximo de la emisión = 80.00% de los Activos con Deducciones</b>	<b>79.807.396</b>
Capital Emisión Obligaciones a largo plazo	2.166.667
<b>Total Activos con Deducciones / Saldo Emisión (veces)</b>	<b>46,04</b>
<b>80.00% de los Activos con Deducciones / Saldo Emisión (veces)</b>	<b>36,83</b>

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

Adicionalmente, se debe mencionar que al 30 de noviembre de 2019, 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 normativa, ofrece una cobertura de 1,02 veces<sup>6</sup> 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 23,95% del 200% del patrimonio al 30 de noviembre de 2019 y el 47,91% del total del patrimonio, cumpliendo de esta manera con lo expuesto anteriormente.

<sup>2</sup> Independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren.

<sup>3</sup> En los que el Emisor haya actuado como Originador.

<sup>4</sup> 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.

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

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

CUADRO 8: CÁLCULO 200% DEL PATRIMONIO (USD)

Descripción	nov-19
Patrimonio	17.567.845
<b>200% del Patrimonio</b>	<b>35.135.690</b>
Saldo de Capital Primera Emisión LP	2.166.667
Saldo de Capital Segunda Emisión LP	6.250.000
<b>Total nuevas Emisiones</b>	<b>8.416.667</b>
<b>Valores en circulación / 200% del Patrimonio</b>	<b>23,95%</b>
<b>Valores en circulación / Patrimonio</b>	<b>47,91%</b>

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

## Proyecciones del Emisor

El análisis se realiza en función de las proyecciones más actualizadas, correspondientes a la estructuración financiera para la Segunda Emisión de Obligaciones de ICESA S.A., aprobada en marzo de 2018.

El estado de resultados proyectado considera cerrar 2018 con 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 mantendrían 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.

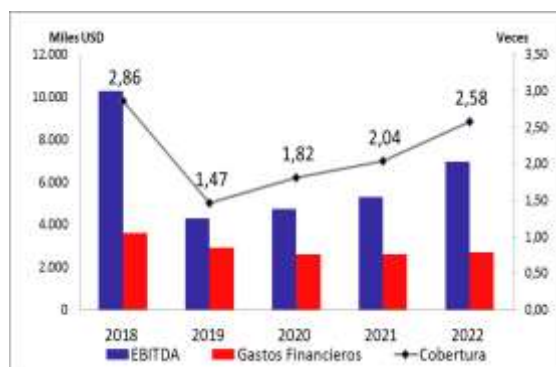
CUADRO 9: ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO (Miles USD)

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
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>59.598</b>	<b>55.847</b>	<b>58.876</b>	<b>62.268</b>	<b>69.949</b>
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
<b>Utilidad Operacional</b>	<b>2.987</b>	<b>1.818</b>	<b>2.230</b>	<b>2.754</b>	<b>4.381</b>
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
<b>Utilidad Antes de Participación e Impuestos</b>	<b>2.373</b>	<b>1.682</b>	<b>2.564</b>	<b>3.268</b>	<b>5.188</b>
Impuesto a la Renta	593	421	641	817	1.297
<b>Utilidad Neta</b>	<b>1.780</b>	<b>1.262</b>	<b>1.923</b>	<b>2.451</b>	<b>3.891</b>

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

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

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.

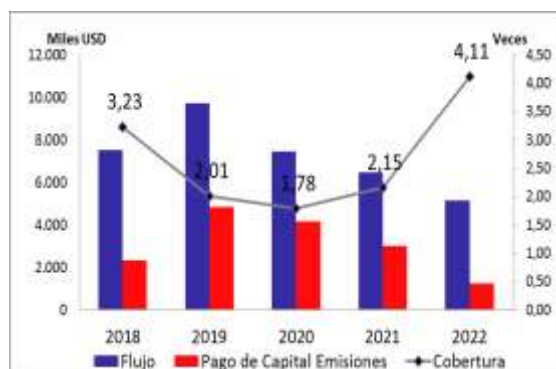
La proyección indica que la compañía mantendría el suficiente flujo de caja para hacer frente a las obligaciones que actualmente posee, así como las que estima contraer. Con lo dicho, en el año 2018 la compañía reflejaría un nivel de cobertura de los flujos frente al pago de capital de las emisiones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

CUADRO 10: FLUJO DE EFECTIVO (Miles de USD)

Descripción	2018	2019	2020	2021	2022
<b>FLUJOS DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE OPERACIÓN</b>					
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
<b>Flujo de efectivo producto de actividades de operación</b>	<b>-3.638</b>	<b>6.494</b>	<b>2.778</b>	<b>3.100</b>	<b>1.722</b>
<b>FLUJOS DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE INVERSIÓN</b>					
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
<b>Flujo de efectivo utilizado en actividades de inversión</b>	<b>-6.048</b>	<b>-389</b>	<b>-625</b>	<b>-636</b>	<b>-784</b>
<b>FLUJOS DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO</b>					
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
<b>Flujo de efectivo utilizado en actividades de financiamiento</b>	<b>882</b>	<b>-6.425</b>	<b>-3.764</b>	<b>-2.274</b>	<b>-506</b>
<b>EFECTIVO Y EQUIVALENTES DE EFECTIVO</b>					
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
<b>SALDOS AL FIN DEL AÑO</b>	<b>5.201</b>	<b>4.882</b>	<b>3.270</b>	<b>3.460</b>	<b>3.893</b>

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

GRÁFICO 2: COBERTURA DE FLUJOS VS. PAGO DEUDA FINANCIERA



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

### Comparativo de Resultados Reales Vs. lo Proyectado

Las cifras reales al 30 de noviembre de 2019 se comparan con las proyectadas a diciembre de 2019, por lo tanto el cumplimiento esperado sería del 91,67%. A noviembre de 2019 los ingresos apenas alcanzaron un cumplimiento del 64,80%, inferior al esperado, el cumplimiento del costo de ventas fue algo superior y en consecuencia la utilidad bruta se ubicó en el 53,58% 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. A pesar de estos resultados, la compañía pudo pagar a tiempo sus obligaciones con costo.

CUADRO 11: ESTADO PROYECTADO VS. REAL (Miles de USD)

Cuenta	Proyectado dic-19	Real nov-19	Cumplimiento
Ventas	154.942	100.403	64,80%
Costo de Ventas	99.095	70.480	71,12%
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>55.847</b>	<b>29.923</b>	<b>53,58%</b>
Total Gastos de operacionales	54.028	29.979	55,49%
<b>Utilidad Operacional</b>	<b>1.818</b>	<b>(56)</b>	<b>-3,08%</b>
Gastos Financieros	2.925	4.121	140,90%
Otros ingresos / egresos, neto	2.789	(1.222)	-43,82%
<b>Utilidad Antes de Participación e Impuestos</b>	<b>1.682</b>	<b>(5.399)</b>	<b>-321,00%</b>

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

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. 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**

De acuerdo con las actualizaciones semestrales a las previsiones realizadas por la ONU, el crecimiento mundial será del 2,7% en 2019 y del 2,9% en 2020, tras una expansión del 3% en 2018. En los Estados Unidos se prevé que el crecimiento se ralentice hasta el 2,3% en 2019 y el 2,1% en 2020 a medida que se disipa el estímulo fiscal de 2018. En el caso de la Unión Europea se prevé un crecimiento del 1,5%, con posibles riesgos hacia la baja. En China se prevé que el crecimiento se reduzca moderadamente, del 6,6% en 2018 al 6,3% en 2019. La ralentización del crecimiento en China y en Estados Unidos también podría reducir la demanda de productos básicos, lo que afectaría a los exportadores de esos productos de África y América Latina<sup>7</sup>.

Si bien las perspectivas económicas a nivel mundial han mejorado en los dos últimos años, en varios países en desarrollo se ha producido una disminución de los ingresos per cápita. Según la ONU, se prevén disminuciones o un débil crecimiento del ingreso per cápita en 2019 en América Latina y el Caribe, donde persiste inestabilidad, como la constricción de las condiciones financieras; los efectos de las huelgas; la incertidumbre política; los efectos aceleradores del cambio climático y las tensiones comerciales. Los pronósticos realizados por El Fondo Monetario Internacional (FMI), el Banco Mundial, la ONU y la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (Cepal) consideran que la región se verá afectada por un menor flujo de capital, mayor volatilidad en los mercados internacionales y las tensiones entre Estados Unidos y China, entre otros factores.

Para la economía ecuatoriana, diversos organismos, tanto locales como internacionales, prevén un lento crecimiento económico para el año 2019. Por ejemplo, de acuerdo a las previsiones de crecimiento publicadas por la Comisión Económica para América Latina (Cepal), en 2019 el país crecería un 0,2% (en 2018 el crecimiento fue del 0,9%) y mantendría una trayectoria descendente, debido a un contexto internacional con mayores incertidumbres y complejidades, y a un débil comportamiento de la inversión, las exportaciones, el consumo privado, y una caída del gasto público<sup>8</sup>. Similar tendencia mantiene el FMI<sup>9</sup> el Banco Mundial<sup>10</sup> y el Banco Central del Ecuador (BCE)<sup>11</sup>.

Los principales indicadores macroeconómicos del Ecuador, determinados a noviembre de 2019 o los más próximos disponibles a la fecha, se presentan a continuación:

**CUADRO 12: INDICADORES MACROECONÓMICOS ECUADOR**

Rubro	Valor	Rubro	Valor
PIB previsión (millones USD 2007) año 2019	109.134,50	Crecimiento anual PIB (t/t-4) II trimestre 2019	0,3%
Deuda Pública Total / PIB Agregada (octubre - 2019)	52,11%	Inflación mensual (noviembre - 2019)	-0,70%
Balanza Comercial Total (millones USD) octubre 2019	132,5 (Superávit)	Inflación anual (noviembre - 2019)	0,04%
Reservas Internacionales (millones USD 06 diciembre 2019)	3.032,79	Inflación acumulada (noviembre - 2019)	-0,06%
Riesgo país (noviembre 2019)	1.146 <sup>12</sup>	Remesas (millones USD) IS 2019	1,545.82
Precio Barril Petróleo WTI (USD al 11 diciembre 2019) <sup>13</sup>	58,76	Tasa de Desempleo Urbano (septiembre 2019)	5,94%

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

<sup>7</sup> [https://www.un.org/development/desa/dpad/wp-content/uploads/sites/45/WESP2019MYU\\_Report.pdf](https://www.un.org/development/desa/dpad/wp-content/uploads/sites/45/WESP2019MYU_Report.pdf)

<sup>8</sup> <https://www.expreso.ec/economia/ecuador-cepal-proyeccioneseconomicas-crecimiento-DB3021410>

<sup>9</sup> [https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2019/01/weodata/weorept.aspx?sy=2017&ey=2024&scsm=1&ssd=1&sort=country&ds=&br=1&pr1.x=27&pr1.y=12&c=248&s=NGDP\\_RCP\\_H&grp=0&a=](https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2019/01/weodata/weorept.aspx?sy=2017&ey=2024&scsm=1&ssd=1&sort=country&ds=&br=1&pr1.x=27&pr1.y=12&c=248&s=NGDP_RCP_H&grp=0&a=)

<sup>10</sup> <https://www.bancomundial.org/es/news/press-release/2019/06/04/global-growth-to-weaken-to-26-in-2019-substantial-risks-seen>

<sup>11</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/home1/estadisticas/bolmensual/IEmensual.jsp>

<sup>12</sup> Este último indicador mide las probabilidades de que una nación caiga en mora en sus obligaciones crediticias. Mientras más alto el indicador, más riesgoso resulta el país y, por tanto, los mercados cobran intereses más altos a esa nación cuando esta busca financiamiento <https://www.elcomercio.com/actualidad/efectos-economia-ecuador-riesgo-pais.html>. Si está pensando en hacer uso del mismo, por favor, cite la fuente y haga un enlace hacia la nota original de donde usted ha tomado este contenido. [ElComercio.com](https://www.elcomercio.com)

<sup>13</sup> <https://www.up.com/customers/surcharge/wti/prices/index.htm>

principalmente por el aumento de la inversión agregada, el gasto de consumo final de hogares y gobierno y las exportaciones<sup>14</sup>. En el segundo trimestre de 2019 el PIB creció en 0,4%<sup>15</sup>.

Entre enero - octubre 2019, las **importaciones** totales en valor FOB alcanzaron USD 18.301,6 millones, siendo inferior en 1,10% en relación a las compras externas realizadas en su similar periodo de 2018 (llegó a USD 18.498,3 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, Corea del Sur, México, Japón, Bélgica y otros.

Por su parte, las **exportaciones totales** entre enero - octubre de 2019 alcanzaron USD 18.434,1 millones, siendo superior en 1,1% frente al mismo mes del 2018 (que alcanzó USD 18.234,7 millones). En valor FOB, las ventas externas de petróleo disminuyeron en 3,50%. Por otro lado, las exportaciones no petroleras registradas hasta octubre de 2019 se incrementaron en 4,3% frente al mismo periodo del 2018, alcanzando USD 11.100,1 millones.

Durante el periodo de enero – octubre de 2019, la **Balanza Comercial Total**, registró un superávit de USD 132,5 millones, USD 396 millones más que el resultado obtenido en el mismo periodo de 2018, pues cerró con un déficit de USD -263,5 millones. Por su parte la **Balanza Comercial Petrolera** registró un saldo favorable de USD 3.696,9 millones (enero-octubre 2019), rubro inferior a lo reportado en su similar de 2018 (USD 3.932, millones), debido a una menor exportación de bienes petroleros<sup>16</sup>.

La OPEP y sus aliados, anunciaron en diciembre 2018 una reducción conjunta de su producción petrolífera de 1,2 millones de barriles diarios al primer semestre de 2019, para evitar un exceso de oferta y frenar así la caída de los precios que se evidencia desde octubre 2018. Ecuador deberá reducir 2,5% de una producción de 524.000 barriles diarios. Actualmente, Ecuador tiene una producción de 515.000 barriles diarios<sup>17</sup>.

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 enero se registró un promedio de USD 56,58 por barril, mientras que al 17 de diciembre de 2019 ascendió a USD 60,94. La proforma presupuestaria 2019, estima un valor de USD 50,05 para las exportaciones de petróleo.

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

El total de **recaudación tributaria acumulado** sin contribuciones solidarias a noviembre de 2019 sumó USD 12.226,50 millones, siendo un 2,63% superior a lo registrado entre enero y noviembre de 2018 (USD 11.913,40 millones). Entre los impuestos con mayor aporte destacan, el Impuesto al Valor Agregado (IVA de operaciones internas y de importaciones) con USD 6.157,35 millones, el Impuesto a la Renta (IR) con USD 4.495,34

<sup>14</sup> <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>

<sup>15</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/home1/estadisticas/cntrimestral/CNTrimestral.jsp>

<sup>16</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/home1/estadisticas/bolmensual/IEMensual.jsp>

<sup>17</sup> <http://noticiasbvg.com/la-cotizacion-del-petroleo-cae-pese-al-recorte-de-la-opep/>



millones, el Impuesto a la Salida de Divisas (ISD) con USD 1.049,68 millones, y el Impuesto a los Consumos Especiales (ICE de operaciones internas y de importaciones) con USD 837,89 millones<sup>18</sup>.

La **inflación mensual** a noviembre de 2019 registró una variación mensual de -0,06%, determinando que en 5 de las 12 divisiones de consumo el resultado fue negativo: Bienes y servicios diversos en -1,32%; Muebles, artículos para el hogar en -1,31%; y, Recreación y Cultura en -1,25% (principales variaciones), mientras que en otras 7 agrupaciones los resultados fueron positivos. La variación **anual** de la **inflación** de noviembre de 2019 fue de 0,04%. Por divisiones de bienes y servicios, 5 agrupaciones que ponderan el 40,78% presentaron variaciones positivas, siendo Educación y Salud las de mayor porcentaje. En las restantes 7 agrupaciones que en conjunto ponderan el 59,22% se registró resultados negativos. Finalmente, se debe indicar que, la inflación anual del Ecuador (0,04%) y de El Salvador (-0,58%) son las más bajas dentro de América Latina y Estados Unidos.

En referencia al **salario nominal promedio**, para el año 2019, se fijó en USD 459,61<sup>19</sup>; mientras que el **salario unificado nominal** fue de USD 394,00. 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 435,98 a noviembre de 2019<sup>20</sup>. En cuanto al costo de la canasta básica familiar a noviembre de 2019, ésta se ubicó en USD 715,10<sup>21</sup>, mientras el ingreso familiar mensual con 1,60 perceptores es de USD 735,47 sin incluir fondos de reserva, es decir, presenta una cobertura del 102,85% del costo de la canasta.

En relación a los indicadores laborales a septiembre de 2019, se observó que el 64,5% de la población nacional se encuentra en edad de trabajar; de ésta, el 48,2% se halla económicamente activa. Para el mismo periodo se aprecia que la tasa de **desempleo nacional** alcanzó 4,90% (4,00% a septiembre 2019) y el **empleo adecuado / pleno** se ubicó en 38,5% (39,6% a septiembre 2019)<sup>22</sup>. Son importantes las señales económicas que envíe el Gobierno para que crezca la economía, pero ya no con base en el endeudamiento y el gasto público, sino que se tomen medidas para restar rigidez al mercado laboral<sup>23</sup>.

La tasa de **pobreza** a nivel nacional se ubicó en 23,9% a septiembre de 2019. La tasa de **extrema pobreza nacional** se ubicó en 8,7% en septiembre de 2019. En el área rural la pobreza extrema alcanzó 17,4%. En el área urbana la pobreza extrema pasó a 4,6%. Por su parte, la medida de desigualdad económica, **coeficiente de Gini**<sup>24</sup>, se ubicó en 0,486 en septiembre de 2019, pero no presenta una variación estadísticamente significativa con respecto a septiembre de 2018 (0,495). Para la medición de la pobreza, el INEC compara el ingreso per cápita familiar con la línea de pobreza y pobreza extrema, que en septiembre de 2019 la línea de pobreza se ubicó en USD 84,99 mensuales per cápita, mientras que la línea de pobreza extrema en USD 47,90 mensuales per cápita<sup>25</sup>.

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 6,17% para diciembre de 2019, mientras que la tasa activa referencial anual fue de 8,78%; existiendo un spread de tasas activas y pasivas de 2,61%<sup>26</sup>. Por su parte el saldo de la **liquidez total** a octubre de 2019 alcanzó la suma de USD 55.777,3 millones, el de la oferta monetaria de USD 25,209.8 millones; y, el de las especies monetarias en circulación de USD 16,394.3 millones. Tanto la oferta monetaria como la liquidez total presentaron tasas de crecimiento anual de 3,9% y 7,6%, respectivamente, mientras que las especies monetarias en circulación registraron un crecimiento anual 7,0%<sup>27</sup>.

En lo que respecta a la evolución de la oferta de **crédito** en el sistema financiero nacional, durante el tercer trimestre 2019, los bancos y las mutualistas fueron menos restrictivos en el otorgamiento de Microcréditos y más restrictivos para los créditos de Vivienda. Para los segmentos: Consumo y Productivo el saldo fue nulo. Por

<sup>18</sup> <http://www.sri.gob.ec/web/guest/estadisticas-generales-de-recaudacion>

<sup>19</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/IndCoyuntura/CifrasEconomicas/cie201907.pdf>

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

<sup>21</sup> [https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Inflacion/canastas/Canastas\\_2019/Noviembre-2019/1.%20Informe\\_Ejecutivo\\_Canastas\\_Analiticas\\_nov\\_2019.pdf](https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Inflacion/canastas/Canastas_2019/Noviembre-2019/1.%20Informe_Ejecutivo_Canastas_Analiticas_nov_2019.pdf)

<sup>22</sup> [https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/EMPLEO/2019/Septiembre/Boletin\\_tecnico\\_de\\_empleo\\_sep19.pdf](https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/EMPLEO/2019/Septiembre/Boletin_tecnico_de_empleo_sep19.pdf)

<sup>23</sup> <https://www.eluniverso.com/noticias/2018/07/17/nota/6863150/mas-160000-pierden-empleo-pleno>

<sup>24</sup> 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

<sup>25</sup> <https://www.ecuadorencifras.gob.ec/pobreza2/>

<sup>26</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/home1/estadisticas/bolmensual/IEFmensual.jsp>

<sup>27</sup> <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica/ultimas-publicaciones>

su parte, las cooperativas fueron menos restrictivas en el otorgamiento de los cuatro tipos de créditos analizados, dado que el saldo entre las cooperativas menos y más restrictivas fue positivo<sup>28</sup>.

El flujo de **remesas** que ingresó al país durante el primer semestre de 2019 totalizó USD 1.545,82 millones, cifra inferior en 0,15% con respecto al segundo semestre de 2018 (USD 1.548,22) y superior en 4,28% al primer semestre de 2018 (USD 1.482,36). El incremento se atribuye al dinamismo, aunque en menor grado, de la economía estadounidense. En el caso de España e Italia, estos países se encuentran reacomodando sus economías. Durante el primer semestre de 2019, el flujo proveniente de Estados Unidos ascendió a USD 898,35 millones (58,11% del total recibido), de España sumó USD 383,38 millones (24,80% del total recibido). La medición del flujo de remesas al primer trimestre de 2019, muestra presencia de migrantes ecuatorianos en países como: México, Chile, Perú, Canadá y Colombia, que aportaron con el 6,26% (USD 96,69 millones) del flujo de remesas recibido en el país. Igualmente, desde Reino Unido, Alemania, Suiza, Francia, y Bélgica, se canalizó el 2,93% (USD 45,23 millones) del monto receptado<sup>29</sup>.

Los flujos de **inversión extranjera directa (IED)** para el segundo trimestre de 2019 fueron de USD 257,89 millones; monto superior en 23,44% al registrado en su similar periodo en el 2018, en donde alcanzó USD 208,92 millones. La mayor parte de la IED se canalizó principalmente a ramas productivas como: Explotación de minas y canteras, Industria manufacturera, Agricultura, silvicultura, caza y pesca, Comercio, Transporte, almacenamiento y comunicaciones, entre otros. Por país de origen, los flujos de IED provienen principalmente de Holanda, Canadá, China, España, Italia, Estados Unidos, entre otros<sup>30</sup>.

Para octubre de 2019, de acuerdo con información presentada por el Ministerio de Finanzas, el saldo de la **deuda externa pública (agregada)** fue de USD 40.782,82 millones<sup>31</sup>, cifra ligeramente superior a lo reportado en septiembre de 2019, cuando fue de USD 40.737,74 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 octubre 2019 fue de USD 16.090,53 millones<sup>32</sup>. Considerando la **relación deuda/PIB**, al mes de octubre de 2019, según datos del Ministerio de Finanzas del Ecuador, la deuda pública agregada (externa e interna) se encontró en 52,11% del PIB<sup>33</sup> superando significativamente el límite del 40% del PIB.

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 regirá 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 Fiscal<sup>34</sup>.

El país recibió, entre marzo y septiembre de 2019, el 45% de los desembolsos prometidos para 2019 por varios organismos multilaterales, entre ellos el FMI, el BID, el Banco Mundial y la CAF. Tras el Acuerdo con el FMI y varios multilaterales, Ecuador deberá recibir en tres años USD 10.200 millones y solo en 2019, USD 4.624 millones. Al momento Ecuador recibió USD 2.113 millones, de los cuales la mayor parte ha sido desembolsada por el Fondo Monetario Internacional (USD 903 millones).<sup>35</sup>

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 06 de diciembre de 2019 registró USD 3.032,79 millones. 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 crediticia de Standard & Poor's para Ecuador se sitúa en B- con perspectiva estable. En la última revisión de este indicador se mantuvo esta calificación, donde se resalta que el Gobierno se ha embarcado en medidas de ajuste que buscan reducir gradualmente el déficit fiscal del país, pese a que persisten desafiantes

<sup>28</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/home1/economia/tasas/ET-ODC-IIIT-2019.pdf>

<sup>29</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/Remesas/ere201905.pdf>

<sup>30</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/InversionExtranjera/Directa/indice.htm>

<sup>31</sup> Monto que incluye el saldo final más atrasos de intereses

<sup>32</sup> <https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2019/10/Presentaci%C3%B3n-Bolet%C3%ADn-de-Deuda-P%C3%ABlica-agosto-21.10.2019.pdf>

<sup>33</sup> <https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2019/10/Presentaci%C3%B3n-Bolet%C3%ADn-de-Deuda-P%C3%ABlica-agosto-21.10.2019.pdf>

<sup>34</sup> <https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2019/07/Presentaci%C3%B3n-Bolet%C3%ADn-de-Deuda-P%C3%ABlica-junio-2019-19.07.2019.pdf>

<sup>35</sup> <https://www.eluniverso.com/noticias/2019/10/02/nota/7543693/ya-ha-llegado-45-desembolsos>

perspectivas fiscales y restricciones en su acceso al financiamiento externo<sup>36</sup>. Por su parte, la calificación de Moody's para los bonos de deuda ecuatoriana bajó de B3 estable a B3 negativo, cuando Ecuador consiguió en diciembre de 2018 deuda por USD 900 millones de China, lo cual indica un deterioro en la percepción del mercado acerca de la capacidad de pago del país<sup>37</sup>. Por otro lado, la agencia Fitch Rating mejoró la perspectiva de la calificación de Ecuador. Así, la calificación pasó de B- con perspectiva negativa en enero de 2019 a B- con perspectiva estable para octubre de 2019. La mejora tiene que ver con el acuerdo firmado con el Fondo Monetario Internacional (FMI), que ha aliviado las restricciones de financiamiento y facilitó una operación exitosa de gestión de pasivos en junio para reducir los vencimientos de la deuda externa en 2020. Además, el acuerdo ha proporcionado un ancla para la consolidación fiscal y reformas estructurales<sup>38</sup>.

Con respecto a la Alianza del Pacífico, se debe indicar que Ecuador ya tiene acuerdos con Colombia, Chile y Perú, y negocia actualmente uno con México. Al lograrlo se convertirá en estado asociado de la Alianza, paso previo para convertirse en miembro pleno. Perú, Chile, Colombia y México, con una población total de 225 millones de personas, suman el 37% del PIB de América Latina y el Caribe. Esto determina que se encuentra más de la mitad del comercio regional (52%) y concentran el 45% de la inversión extranjera directa.<sup>39</sup>

## **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 2 principales líneas de productos que comercializa la empresa, Hogar y TV, audio y video, representan el 64,36% de los ingresos de la compañía a noviembre 2019.

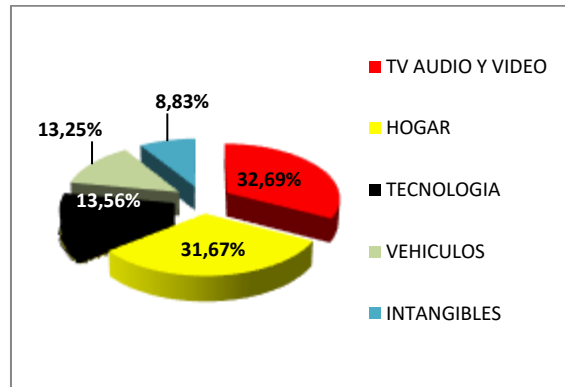
<sup>36</sup> [https://www.standardandpoors.com/en\\_US/web/guest/article/-/view/type/HTML/id/2046505](https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/type/HTML/id/2046505)

<sup>37</sup> <http://noticiasbvg.com/credito-de-china-por-900-millones/>

<sup>38</sup> <https://www.eluniverso.com/noticias/2019/08/22/nota/7481979/fitch-eleva-perspectiva-ecuador-estable>

<sup>39</sup> <https://www.eluniverso.com/noticias/2019/09/28/nota/7538056/alianza-pacifico-espera-ecuador>

GRÁFICO 4: VENTAS POR PRODUCTO (Noviembre 2019)



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

### Propiedad, Administración y Gobierno Corporativo

El capital suscrito y pagado de ICESA S.A., al 30 de noviembre de 2019, 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. La composición accionaria se presenta a continuación:

CUADRO 13: ACCIONISTAS

Nombre	Capital (USD)	Participación %
ABEDRABBO LARACH JORGE ALBERTO	345.433,00	4,00%
BRIGHT EXPORTS LIMITED	1.554.448,00	18,00%
HOKKAI INVESTMENTS PTE. LTD.	1.295.373,20	15,00%
MABEL GROUP-HOLDING S.A.	431.791,40	5,00%
MAY ´ S CHINA LIMITED	3.454.328,60	40,00%
ORCEVAL DISTRIBUCIONES CÍA. LTDA.	1.554.448,00	18,00%
<b>Total</b>	<b>8.635.822,20</b>	<b>100,00%</b>

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

En cuanto a su administración, la organización de la compañía responde al siguiente esquema:

GRÁFICO 5: 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 14: ADMINISTRADORES DE LA COMPAÑÍA**

Cargo	Nombre
VICEPRESIDENTE EJECUTIVO	JUAN CARLOS CAIZATO A
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 CAIZATO A
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.

## Empleados

La compañía contó con la participación de 1.052 colaboradores a noviembre de 2019, distribuidos en las diferentes áreas de la organización. La mayoría de los colaboradores se desempeñan en el área de ventas, con un 74,81% del total de empleados.

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 15: 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 clientes.

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 noviembre de 2019, una cartera por vencer del 39,94%, lo que demuestra que la entidad debería intensificar la gestión de cobranzas con el fin de disminuir el riesgo de incobrabilidad y posibles problemas de liquidez, pues sumada a la cartera vencida de hasta 30 días, alcanzó apenas el 43,31% de cartera total.

GRÁFICO 6: ESTRUCTURA DE LA CARTERA (Noviembre 2019)



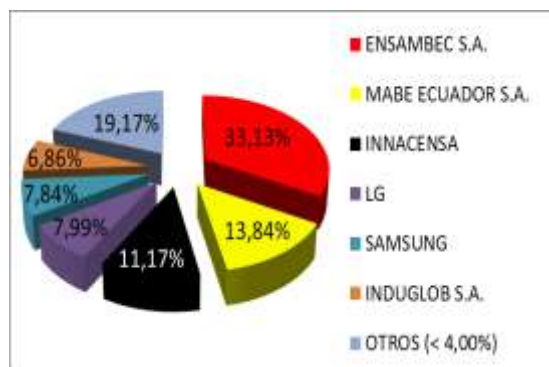
Fuente: ICESA S.A. / Elaboración: Class International Rating

## 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, es así que mantiene un crédito promedio de 60 a 90 días.

Según reporte de la empresa al 30 de noviembre de 2019, se mantiene los principales proveedores de acuerdo a última información enviada por el emisor, respecto del saldo en cuentas por pagar a proveedores, se presentan en el siguiente gráfico:

GRÁFICO 7: PRINCIPALES PROVEEDORES (Noviembre de 2019)



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 30 de noviembre de 2019 financiaron el 30,32% de los activos (25,27% a diciembre de 2018).

## 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 la política de cuentas por pagar, se registran de conformidad con la aceptación de la recepción de los productos y/o servicios y se cancelan en un plazo promedio de entre 30 y 60 días. Para los proveedores del exterior, los plazos de pago alcanzan los 60 días.

### Políticas de Precios

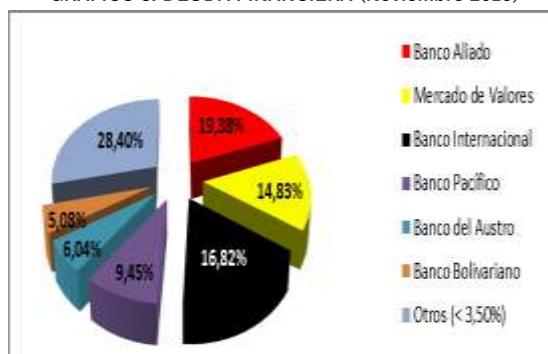
La compañía realiza estudios de mercado con una periodicidad semanal, lo cual sirve de insumo para la determinación de los precios de venta al público. Existen otros factores que inciden en la determinación del precio como son las promociones, el impulso a productos nuevos y novedosos y la liquidación 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 fondar el 75,09% en 2015 a un 78,84% en 2018 y el 85,52% en noviembre de 2019.

La deuda financiera constituye el principal rubro dentro de los pasivos, pues a diciembre de 2018 representó el 43,40% de los activos y a noviembre de 2019 el 46,81%, misma que estuvo conformada por créditos obtenidos en instituciones del sistema financiero nacional e internacional, emisiones en Mercado de Valores y obligaciones con terceros.

GRÁFICO 8: DEUDA FINANCIERA (Noviembre 2019)



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

### 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 30 de noviembre de 2019, 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, 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.

## **Liquidez de los títulos**

Con fecha 10 de mayo de 2017, MERCAPITAL Casa de Valores S.A. (Agente Colocador) inició la colocación de los valores correspondientes a la presente Emisión de Obligaciones, hasta el 18 de mayo del mismo año logró colocar entre diferentes inversionistas, el 100% de los valores aprobados (USD 8,00 millones).

Al 30 de noviembre de 2019, ICESA S.A. presentó 2 emisiones vigentes en el Mercado de Valores, conforme al siguiente detalle.

**CUADRO 16: EMISIONES MERCADO DE VALORES (Noviembre 2019) 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	2.166.666,67
Segunda Emisión de Obligaciones	2018	SCVS.IRQ.DRMV.SAR.2018.1948	10.000.000,00	10.000.000,00	6.250.000,00

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

Conforme información de la Bolsa de Valores de Guayaquil S.A., durante el semestre junio – noviembre 2019, los valores de la Primera Emisión de Obligaciones ICESA S.A. no registraron negociaciones; consecuentemente, a noviembre de 2019 la Presencia bursátil fue del 0,00%.

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.

El Comercio es uno de los sectores más robustos y diversificados de la economía ecuatoriana, representa el 9,5% del PIB, pero registra el 23% del total de las empresas del país y concentra el 41% del total de los ingresos del sector empresarial.

Al comenzar el cuarto trimestre del año se anunció una serie de medidas económicas con el objetivo de solucionar los problemas fiscales del país, entre ellos la liberación del precio de la gasolina extra, ecopaís y del diésel. Esta decisión llevó al Ecuador a vivir 11 días de paralización nacional 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, es así que 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.<sup>40</sup>

El sector comercial le apuesta 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.<sup>41</sup>

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

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

<sup>41</sup><https://criteriosdigital.com/datos/depto-economico-y-comercio/crecimiento-de-las-ventas/>

circunstancias han ayudado a mejorar el desempeño del sector de la construcción, pero la recuperación no es inmediata.

Así como el fácil financiamiento aumenta expectativas en inmobiliarias, pues, quienes visitan la feria de la vivienda, también pueden acceder a los financiamientos que ofrecen entidades financieras como el Banco del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (BIESS) y el Banco del Pacífico.

Además, es de suma importancia el compromiso que ha adquirido el Gobierno de trabajar con el sector de la construcción en el marco de una agenda de reactivación económica y productiva en donde el sector inmobiliario juega un rol fundamental.<sup>42</sup> La adquisición de bienes inmuebles, implica la consecuente inversión en enseres domésticos, cuya especialización es precisamente la de ICESA S.A.

## Posición Competitiva de la Empresa

ICESA S.A. desarrolla su actividad en un mercado competitivo, donde sus principales competidores son: Artefacta, Comandato, Marcimex, Créditos económicos y La Ganga. A diciembre de 2018 reportó una participación del 17% en el mercado ecuatoriano.

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 17: 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.

<sup>42</sup> <https://www.eluniverso.com/noticias/2018/04/06/nota/6699508/facil-financiamiento-aumenta-expectativas-inmobiliarias>

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, las pólizas de seguro se encuentran vigentes hasta el 01 de marzo de 2020, con la aseguradora MAPFRE ATLAS.

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.

### 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 2015, 2016, 2017 y 2018, así como de los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales internos no auditados, sin notas a los estados financieros, al 30 de noviembre de 2018 y 30 de noviembre de 2019.

### **Análisis de los Resultados de la Empresa**

Los ingresos ordinarios de la compañía muestran una clara tendencia creciente en el periodo analizado (2015-2018), pues pasó de USD 137,48 millones en 2015 a USD 166,31 millones en 2018, 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).

Para noviembre de 2019 los ingresos ordinarios fueron de USD 100,40 millones, monto inferior en 30,72% respecto a su similar de 2018, cuando arrojaron una suma de USD 144,93 millones, comportamiento que obedece en parte a la recesión económica que atraviesa el país.

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 36,60% sobre los ingresos en 2015 hasta un 33,34% de los ingresos en 2018. Mientras que, al cierre de noviembre de 2019, significó el 29,80% de los ingresos, luego de haber representado el 31,58% en noviembre de 2018.

Los gastos operacionales presentaron una tendencia relativamente estable sobre los ingresos (promedio entre 2015 – 2018 del 33,42%), lo que evidencia un manejo aceptable de sus políticas de gastos. Para noviembre de 2019 representó el 29,86% de los ingresos.

Los costos de ventas y gastos operacionales fueron cubiertos de manera aceptable por sus ingresos, lo que le permitió generar un margen operativo positivo entre los años 2015, 2016 y 2018 (2,68%, 1,30% y 2,85% de los ingresos), excepto en el año 2017 y noviembre 2019, cuando arrojaron una pérdida operativa que representó el -0,33%<sup>43</sup> y el -0,06% respectivamente, debido al registro de mayores gastos administrativos y de ventas.

**GRÁFICO 9: UTILIDAD OPERACIONAL E INGRESOS**



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

<sup>43</sup> 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.

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 un comportamiento decreciente, que pasó de 1,92% de los ingresos en 2015 hasta una pérdida (-1,93% de los ingresos) en 2017. Para noviembre de 2019, la compañía registró una pérdida al final del periodo que significó un -5,38% de los ingresos, debido a la recesión económica que atraviesa el país, lo que repercutió sobre el dinamismo del segmento comercial en general, sin embargo, el desempeño de la compañía, para diciembre de 2019 (propio de la estacionalidad del negocio) arrojó resultados positivos, generando una utilidad de USD 600 mil, revertiendo la pérdida de noviembre de 2019.

### 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 dos de los ejercicios económicos analizados.

CUADRO 18 / GRÁFICO 10: RENTABILIDAD SOBRE ACTIVO Y PATRIMONIO

Ítem	2015	2016	2017	2018
ROA	3,44%	1,10%	-3,30%	1,91%
ROE	13,80%	4,23%	-13,58%	9,02%

Ítem	Nov-18	nov-19
ROA	2,55%	-4,45%
ROE	11,97%	-30,73%



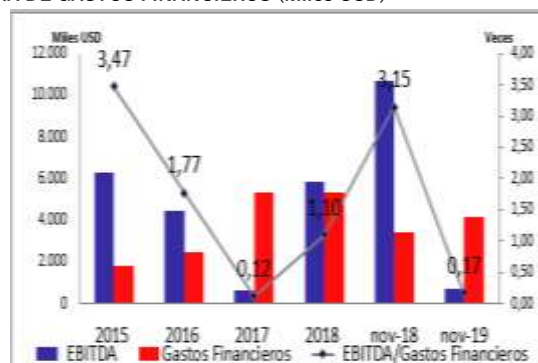
Fuente: ICESA S.A. / Elaboración: Class International Rating

El EBITDA (acumulado) de la compañía se presentó positivo a lo largo del periodo analizado, aunque con tendencia decreciente, es así que pasó de representar un 4,55% de los ingresos en 2015 hasta un 0,42% en 2017. Al cierre de 2018 se recuperó hasta significar un 3,52% de los ingresos, gracias a una mayor actividad comercial de ICESA S.A. Para los periodos interanuales se mantiene la tendencia a la baja, pues luego de representar el 7,38% de los ingresos en noviembre de 2018, pasó a significar apenas un 0,68% de los ingresos en noviembre de 2019, lo que 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 (ocurriendo lo mismo al cierre de 2017).

CUADRO 19, GRÁFICO 11: EBITDA Y COBERTURA DE GASTOS FINANCIEROS (Miles USD)

Ítem	2015	2016	2017	2018
EBITDA	6.259	4.411	638	5.862
Gastos Financieros	1.803	2.490	5.325	5.339
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros (veces)	3,47	1,77	0,12	1,10

Ítem	Nov-18	nov-19
EBITDA	10.703	683
Gastos Financieros	3.401	4.121
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros (veces)	3,15	0,17



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



## Capital Adecuado

### Activos

El total de activos de la compañía presentó una tendencia general creciente, desde USD 76,96 millones en 2015 hasta USD 108,54 millones en 2018 y USD 121,29 millones en noviembre de 2019 (matizada por un decrecimiento en 2017), gracias al incremento de sus cuentas por cobrar e inventarios.

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. De hecho, los principales rubros son Inventarios, que a diciembre de 2018 representó el 30,78% de los activos totales (28,57% en noviembre de 2019), y cuentas por cobrar comerciales con el 28,20% (34,94% a noviembre de 2019).

La compañía no refleja en sus estados financieros valores correspondientes a Provisión por cuentas incobrables.

Dentro de los activos no corrientes, la compañía registra principalmente Propiedad, planta y equipo, en este rubro destaca Edificios, que conjuntamente con Instalaciones y mejoras, al cierre de 2018 representó el 62,65% de Propiedad, planta y equipo.

A partir de 2017 los activos no corrientes registran Propiedades de inversión, con valores superiores a los registrados hasta 2016. A diciembre de 2018 el rubro incluye un terreno en Guayaquil y un inmueble en Quito aportado a un fideicomiso y representó el 4,25% de los activos totales (3,37% a noviembre de 2019).

### Pasivos

El total de los pasivos de ICESA S.A. presentó una tendencia creciente sobre el financiamiento de los activos a partir del año 2016, es así que luego de fondear el 74,07% en ese año, pasó a un 78,84% en diciembre de 2018 y un 85,52% de los activos en noviembre de 2019, debido al incremento de sus obligaciones con costo y de sus cuentas por pagar a proveedores. Lo mencionado revela la política de financiamiento de la compañía, que privilegia el uso de pasivos para el financiamiento de activos.

En su estructura, el principal rubro de los pasivos es Deuda financiera (conformada por créditos de instituciones financieras locales y del exterior, emisiones con el Mercado de Valores y obligaciones con terceros), que pasó de fondear el 27,38% de los activos en 2015 a un 43,40% en 2018 y un 46,81% en noviembre de 2019; seguido de Proveedores, que al cierre de 2018 representó el 25,27% de los activos y a noviembre de 2019 el 30,32%.

Los pasivos corrientes tuvieron mayor peso que los no corrientes a lo largo del periodo analizado, pues a diciembre de 2018 financiaron el 59,46% de los activos (59,16% en noviembre de 2019), mientras que los pasivos no corrientes lo hicieron en un 19,38% (26,36% a noviembre 2019).

### Patrimonio

El patrimonio presentó un comportamiento a la baja sobre el financiamiento de los activos, pues pasó un 24,91% en 2015 a un 21,16% en 2018 y un 14,48% de los activos en noviembre de 2019. Este último comportamiento obedece al registro de una importante pérdida en términos monetarios.

En la estructura del patrimonio, las reservas (Legal y por Revalorización), a partir de 2016 representan la mayor participación sobre los activos, es así que a diciembre de 2018 significaron el 9,61% de los activos y a noviembre de 2019 el 8,33%; seguidos por Capital social, que a diciembre de 2018 representó el 7,96% de los activos y a noviembre de 2019 el 7,12%. El capital social de la compañía no presentó variaciones durante el periodo analizado, pues se mantuvo en USD 8,64 millones.

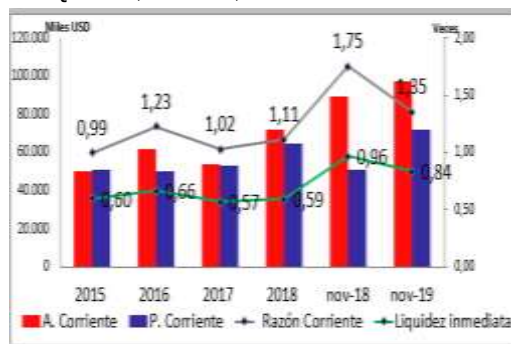
## Flexibilidad Financiera

Los indicadores de razón circulante o corriente, salvo en 2015, se ubicaron sobre la unidad, lo que redundó en un capital de trabajo positivo que para 2018 significó el 6,50% de los activos y a noviembre de 2019 el 20,84% 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, tal como se evidencia a continuación:

CUADRO 20, GRÁFICO 12: NIVEL DE LIQUIDEZ (Miles USD)

Ítem	2015	2016	2017	2018
Activo Corriente	50.272	61.934	54.174	71.593
Pasivo Corriente	50.576	50.410	52.874	64.535
Razón Circulante (veces)	0,99	1,23	1,02	1,11
Liquidez Inmediata (veces)	0,60	0,66	0,57	0,59

Ítem	Nov-18	nov-19
Activo Corriente	89.163	97.023
Pasivo Corriente	50.940	71.748
Razón Circulante (veces)	1,75	1,35
Liquidez Inmediata (veces)	0,96	0,84



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 2016 hasta 67 días en 2018, lo que determina que la compañía hace efectiva la cobranza de sus facturas en este lapso aproximadamente.

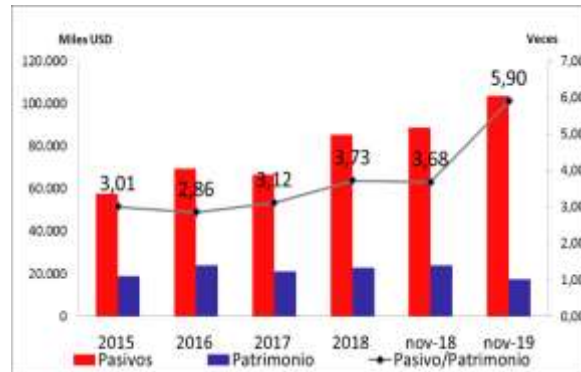
A lo largo del periodo analizado, el financiamiento proporcionado por proveedores fue mayor que el financiamiento que la empresa otorga a sus clientes, es por esto que la compañía tuvo un calce de 23 días al cierre de 2018.

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 2018 se ubicó en 110 días aproximadamente, determinando que existe un desfase al restar al plazo de proveedores, el periodo de cobros y la duración de existencias, de 87 días en 2018, 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 13: 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 2018 la compañía estaría en capacidad de cancelar sus pasivos en 14,60 años, mientras que a noviembre de 2019, la afectación del EBITDA (anualizado), debido al registro de la pérdida operativa, ubica el indicador en periodos muy superiores, poco aterrizados a la realidad. Por otro lado, la relación Deuda financiera / EBITDA (anualizado), determina que al cierre de 2018 la compañía estaría en capacidad de cancelar su deuda financiera en 8,03 años, mientras que a noviembre de 2019 se incrementaría a más de 70 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 30 de noviembre de 2019, conforme información proporcionada por la administración, la compañía no registra obligaciones financieras como codeudor o garante.

### Liquidez de los instrumentos

#### Situación del Mercado Bursátil<sup>44</sup>

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**

Ing. Jenny Hidalgo  
**Analista**

<sup>44</sup> <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	2015	2016	2017	nov-18	2018	nov-19
<b>ACTIVO</b>						
Efectivo y equivalentes de efectivo	6.920	4.313	7.355	13.205	3.261	10.750
Cuentas por cobrar clientes	16.655	22.248	18.013	32.671	30.607	42.376
Inventarios	19.913	27.804	23.507	36.842	33.408	34.657
Otros Activos Corrientes	6.783	7.569	5.299	6.445	4.317	9.241
<b>TOTAL ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>50.272</b>	<b>61.934</b>	<b>54.174</b>	<b>89.163</b>	<b>71.593</b>	<b>97.023</b>
Propiedad, planta y equipo neto	11.604	21.521	18.930	16.266	20.156	17.345
Propiedades de inversión	1.109	1.109	4.609	4.609	4.609	4.084
Otros Activos No Corrientes	13.980	9.152	10.347	2.879	12.180	2.837
<b>TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>26.693</b>	<b>31.782</b>	<b>33.887</b>	<b>23.755</b>	<b>36.945</b>	<b>24.265</b>
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>76.964</b>	<b>93.716</b>	<b>88.060</b>	<b>112.918</b>	<b>108.538</b>	<b>121.288</b>
<b>PASIVOS</b>						
Préstamos (Obligaciones Bancarias)	15.794	20.500	19.995	11.054	25.253	28.057
Proveedores locales y del exterior	28.373	25.334	19.219	31.687	27.433	36.773
Obligaciones Mercado de Valores	0	0	6.833	0	4.833	0
Otros Pasivos Corrientes	6.410	4.576	6.827	8.200	7.016	6.919
<b>TOTAL PASIVOS CORRIENTE</b>	<b>50.576</b>	<b>50.410</b>	<b>52.874</b>	<b>50.940</b>	<b>64.535</b>	<b>71.748</b>
Préstamos (Deuda bancaria LP)	5.280	15.112	10.137	21.137	8.600	19.797
Obligaciones Mercado de Valores	0	0	0	13.250	8.417	8.417
Otros Pasivos No Corrientes	1.934	3.898	3.668	3.484	4.019	3.760
<b>TOTAL PASIVOS NO CORRIENTE</b>	<b>7.214</b>	<b>19.010</b>	<b>13.805</b>	<b>37.870</b>	<b>21.036</b>	<b>31.973</b>
<b>Deuda Financiera</b>	<b>21.074</b>	<b>35.611</b>	<b>36.965</b>	<b>45.440</b>	<b>47.103</b>	<b>56.770</b>
Deuda Financiera C/P	15.794	20.500	26.828	11.054	30.087	28.557
Deuda Financiera L/P	5.280	15.112	10.137	34.387	17.017	28.213
<b>TOTAL PASIVOS</b>	<b>57.790</b>	<b>69.420</b>	<b>66.679</b>	<b>88.811</b>	<b>85.571</b>	<b>103.721</b>
<b>PATRIMONIO</b>						
Capital Social	8.636	8.636	8.636	8.636	8.636	8.636
Reservas	1.992	10.501	10.604	10.434	10.435	10.107
Resultados acumulados	5.901	4.131	5.045	2.153	1.825	4.225
Utilidad neta del ejercicio	2.646	1.028	-2.903	2.885	2.072	-5.399
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>19.175</b>	<b>24.296</b>	<b>21.382</b>	<b>24.107</b>	<b>22.967</b>	<b>17.568</b>

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

**ANEXO II: ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (Miles USD)**

ESTADO DE RESULTADOS	2015	2016	2017	nov-18	2018	may-19	nov-19
<b>Ventas</b>	<b>137.483</b>	<b>141.880</b>	<b>150.163</b>	<b>144.928</b>	<b>166.313</b>	<b>46.895</b>	<b>100.403</b>
Costo de ventas	87.166	90.519	99.063	99.161	110.860	30.844	70.480
<b>MARGEN BRUTO</b>	<b>50.317</b>	<b>51.361</b>	<b>51.100</b>	<b>45.767</b>	<b>55.452</b>	<b>16.051</b>	<b>29.923</b>
Total Gastos Operacionales	46.638	49.519	51.592	36.247	50.709	13.840	29.979
<b>UTILIDAD OPERACIONAL</b>	<b>3.679</b>	<b>1.842</b>	<b>(493)</b>	<b>9.520</b>	<b>4.743</b>	<b>2.211</b>	<b>(56)</b>
Gastos Financieros	1.803	2.490	5.325	3.401	5.339	1.791	4.121
Otros ingresos/egresos no operacionales, neto	1.799	2.770	3.627	(3.234)	3.677	(4.415)	(1.222)
<b>UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>3.676</b>	<b>2.121</b>	<b>(2.191)</b>	<b>2.885</b>	<b>3.082</b>	<b>(3.995)</b>	<b>(5.399)</b>
Impuesto a la Renta	1.030	1.093	712	0	1.010	0	0
<b>UTILIDAD NETA DEL EJERCICIO</b>	<b>2.646</b>	<b>1.028</b>	<b>(2.903)</b>	<b>2.885</b>	<b>2.072</b>	<b>(3.995)</b>	<b>(5.399)</b>

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

**ANEXO III: INDICADORES FINANCIEROS**

Razón Financiera	2015	2016	2017	nov-18	2018	nov-19
Gastos Operacionales / Ingresos	33,92%	34,90%	34,36%	25,01%	30,49%	29,86%
Utilidad Operacional / Ingresos	2,68%	1,30%	-0,33%	6,57%	2,85%	-0,06%
Utilidad Neta del Ejercicio/ Ingresos	1,92%	0,72%	-1,93%	1,99%	1,25%	-5,38%
Utilidad operacional / Utilidad Neta del Ejercicio	139,07%	179,21%	16,97%	330,00%	228,95%	1,04%
(Otros Ingr/Egr neto) / Utilidad Neta del Ejercicio	68,00%	269,44%	-124,94%	-112,10%	177,51%	22,63%
Gastos financieros / Utilidad Neta del Ejercicio	68,15%	242,28%	-183,43%	117,91%	257,69%	-76,33%
<b>Rentabilidad</b>						
Rentabilidad sobre Patrimonio	13,80%	4,23%	-13,58%	11,97%	9,02%	-30,73%
Rentabilidad sobre Activos	3,44%	1,10%	-3,30%	2,55%	1,91%	-4,45%
<b>Liquidez</b>						
Razón Corriente	0,99	1,23	1,02	1,75	1,11	1,35
Liquidez Inmediata	0,60	0,66	0,57	0,96	0,59	0,84
Capital de Trabajo	-304	11.524	1.300	38.222	7.058	25.274
Capital de Trabajo / Activos Totales	-0,40%	12,30%	1,48%	33,85%	6,50%	20,84%
<b>Cobertura</b>						
EBITDA	6.259	4.411	638	10.703	5.862	683
EBITDA anualizado	6.259	4.411	638	11.676	5.862	745
Ingresos	137.483	141.880	150.163	144.928	166.313	100.403
Gastos Financieros	1.803	2.490	5.325	3.401	5.339	4.121
EBITDA / Ingresos	4,55%	3,11%	0,42%	7,38%	3,52%	0,68%
EBITDA/Gastos Financieros	3,47	1,77	0,12	3,15	1,10	0,17
Utilidad Operativa / Deuda Financiera	0,17	0,05	-0,01	0,21	0,10	0,00
EBITDA (anualizado) / Gastos de Capital	3,90	3,66	0,38	25,20	1,87	2,64
Gastos de Capital / Depreciación	0,75	0,56	1,96	0,51	3,83	0,38
<b>Solvencia</b>						
Pasivo Total / Patrimonio	3,01	2,86	3,12	3,68	3,73	5,90
Activo Total / Capital Social	8,91	10,85	10,20	13,08	12,57	14,04
Pasivo Total / Capital Social	6,69	8,04	7,72	10,28	9,91	12,01
Deuda Financiera / EBITDA (anualizado)	3,37	8,07	57,97	3,89	8,03	76,23
Pasivo Total / EBITDA (anualizado)	9,23	15,74	104,57	7,61	14,60	139,28
Deuda Financiera / Pasivo	36,47%	51,30%	55,44%	51,17%	55,05%	54,73%
Deuda Financiera / Patrimonio	109,90%	146,57%	172,88%	188,49%	205,09%	323,15%
Pasivo Total / Activo Total	75,09%	74,07%	75,72%	78,65%	78,84%	85,52%
Capital Social / Activo Total	11,22%	9,21%	9,81%	7,65%	7,96%	7,12%
<b>Solidez</b>						
Patrimonio Total / Activo Total	24,91%	25,93%	24,28%	21,35%	21,16%	14,48%
<b>Eficiencia</b>						
Periodo de Cobros (días)	44	57	44	34	67	141
Duración de Existencias (días)	83	112	87	56	110	164
Plazo de Proveedores	119	102	71	48	90	174

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