

Resumen Calificación Segunda Emisión de Obligaciones (Estados Financieros noviembre 2018)

ICESA S.A.

Calificación

Mariana Ávila

Gerente de Análisis

mavila@globalratings.com.ec

Hernán López

Gerente General

hlopez@globalratings.com

Instrumento	Calificación	Tendencia	Acción de Calificación	Metodología
Segunda Emisión de Obligaciones	AAA	-	Revisión	Calificación de Obligaciones

Definición de categoría

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

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

Las categorías de calificación para los valores representativos de deuda están definidas de acuerdo con lo establecido en la normativa ecuatoriana.

Fundamentos de Calificación

Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A., en comité No. 30-2019, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M. el día 31 de enero de 2019; con base en los Estados Financieros Auditados de los periodos 2015, 2016 y 2017, con sus respectivas notas, estados financieros internos, proyecciones financieras, estructuración de la Emisión y otra información relevante con fecha noviembre 2018, califica en Categoría AAA (-), a la Segunda Emisión de Obligaciones ICESA S.A. (Resolución No. SCVS.IRQ.DRMV.SAR.2018.00001948 del 7 de marzo de 2018 hasta por un monto de USD 10.000.000)

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

- El sector comercial al cual pertenece la compañía ha venido recuperándose paulatinamente desde inicios del 2017, alcanzando volúmenes de ventas similares a años anteriores. Se evidencia que las empresas del sector electrodomésticos mantienen una tendencia creciente durante el 2017, situación que se ha visto favorecida hasta noviembre 2018 debido al incremento del consumo por el año de la copa mundial de fútbol.
- El Emisor cuenta con una vasta trayectoria y prestigio en el mercado nacional e internacional que, aunado a una estructura administrativa y financiera que se está afianzando, potencia el buen funcionamiento de la compañía que ha empezado con la implementación de cambios positivos para la empresa como Prácticas de Gobierno Corporativo.

- En lo que respecta a su posición financiera, la compañía presenta índices de liquidez suficientes para cubrir sus obligaciones en el corto plazo, además, se ha adecuando a la realidad del mercado lo que le ha permitido incrementar su nivel de ventas frente al mismo periodo del año pasado. La empresa presentó pérdidas en el ejercicio 2017 las que se han revertido a noviembre 2018 tendencia que se espera mantener al cierre del año gracias a sus estrategias y a un fenómeno estacional que se produce por efecto del mundial de fútbol que aumentó las ventas de televisores.
- ICESA S.A. mantiene cuentas por cobrar con el Estado del orden del 15% de su cartera total, un alto porcentaje en situación vencida. Sin embargo, la empresa ha gestionado con éxito esta cartera la que ha disminuido su importancia relativa frente a la cartera total.
- La compañía ha cumplido cabalmente con las garantías y resguardos, inclusive con el resguardo adicional que contempla un límite de endeudamiento referente a los pasivos afectos al pago de intereses de hasta 3 veces el patrimonio de la compañía.
- Los flujos proyectados por el estructurador financiero y estresados por Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. son más que suficientes para permitir a la empresa cumplir con todas las obligaciones derivadas de esta Emisión y con los demás requerimientos propios de su operación normal.
- Es opinión de Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. que ICESA S.A. mantiene una excelente capacidad de pago en los términos y plazos pactados, la cual no se estima se vería afectada ante posibles cambios en el sector al que pertenece y a la economía en general.

Objetivo del Informe y Metodología

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

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

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

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

La información que sustenta el presente informe es:

- Entorno macroeconómico del Ecuador.
- Situación del sector y del mercado en el que se desenvuelve el Emisor.
- Información cualitativa proporcionada por el Emisor.

- Estructura del Emisor. (perfil de la empresa, estructura administrativa, proceso operativo, líneas de productos, etc.).
- Prospecto de Oferta Pública de la Emisión.
- Escritura Pública de la Emisión.
- Estados Financieros Auditados 2015- 2017, con sus respectivas notas.
- Estados Financieros no auditados con corte de máximo dos meses anteriores al mes elaboración del informe y los correspondientes al año anterior al mismo mes que se analiza.
- Detalle de activos y pasivos corrientes del último semestre.
- Depreciación y amortización anual del periodo 2015-2017.
- Depreciación y amortización hasta el mes al que se realiza el análisis.
- Certificado de los activos que respaldan la Emisión con corte a la fecha del mes con el que se realiza el análisis.
- Proyecciones Financieras.
- Reseñas de la compañía.
- Otros documentos que la compañía consideró relevantes.

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

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

- Consideraciones de riesgo cuando los activos que respaldan la emisión incluyan cuentas por cobrar a empresas vinculadas.

Emisor

- La Industria Constructora Electrónica S.A. ICESA S.A., fue constituida el 24 de febrero de 1965 en Ecuador. En 1995 la Organización de Ventas Ecuatoriana S.A. ORVE S.A. se fusiona por absorción con ICESA S.A., producto de esta fusión se genera una expansión comercializando línea blanca. En el mismo año la empresa aumenta su capital y cambia su nombre a ICESA-ORVE S.A. Finalmente el 1 de enero de 2007 la empresa modifica su denominación y adquiere nuevamente el nombre de ICESA S.A.
- ICESA S.A. tiene por objeto social dedicarse a la compraventa, distribución, representación, importación, manufactura y exportación de todo tipo de accesorios y mobiliario para el hogar, artefactos y accesorios para uso doméstico.
- La compañía mantiene diversos canales de distribución de sus productos, como son: Almacenes Japón, Orve Hogar, Samsung Experience Store, Japón motos, entre otros; operando en más de 56 ciudades a nivel nacional.
- La compañía opera en función de su administración, la misma que mantiene reuniones permanentes donde se analiza la situación de la empresa en cuanto a presupuestos, productividad y demás indicadores de relevancia del negocio.
- Mantiene constituido un Directorio no estatutario, conformado por 5 vocales, que se dedica a formular estrategias de la compañía, nuevos negocios y revisión de presupuestos, entre otras funciones.
- Una implementación reciente de ICESA S.A. fue la creación de un departamento de control interno con el objeto de vigilar a diario a nivel nacional el dinero que ingresa a la compañía, el control de cuadros de caja, la revisión de formas de pago, generar soportes a los almacenes y más acciones de gran significancia para unas excelentes prácticas de gestión y de control.
- Durante el año 2014 invirtió alrededor de USD 4,6 millones con el objeto de ampliar su infraestructura y expandir su línea de locales retail. Previamente, la compañía incursionó en la comercialización de motocicletas fabricadas por "Ensambladora MOTOENSAB S.A.", empresa creada en el año 2013.
- Las ventas presentaron una tendencia creciente durante el periodo de estudio (2015- 2017) presentando un incremento del orden del 9,22% en el periodo señalado. Por otra parte, el costo de ventas se ha mantenido constante alrededor del 63% de participación sobre las ventas demostrando estabilidad en este periodo, lo que explica que el margen bruto haya pasado de USD 50,32 millones el 2015 a USD 54,61 millones el 2016, y que se haya mantenido.
- Para 2017 se evidencia un menor crecimiento en las ventas, del orden del 3,46% y un incremento en la participación del costo de ventas alcanzando un 65,97% con relación a las ventas, fruto de mayores descuentos otorgados y a la menor venta de productos de inducción.
- La comparación interanual entre noviembre 2017 y noviembre 2018 muestra un incremento del 13,31% en ventas, alcanzando la suma de USD 144,93 millones. La línea de inducción pierde participación sobre las ventas representando el 6% del total de ingresos. Para noviembre 2018 la línea de tecnología aumenta su participación sobre las ventas totales, fundamentado en un efecto estacional por ser año del mundial.
- De acuerdo con la realidad del 2017, la compañía estableció políticas de descuentos con el fin de mantener el volumen en ventas. Si bien esta política permitió que se mantenga el nivel de ventas, el margen bruto se vio directamente afectado, ya que el porcentaje del costo de ventas respecto de las ventas se incrementó producto de estos descuentos. Adicionalmente, la menor venta de productos de inducción afectó directamente a la participación del costo de ventas, ya que estos fueron los productos que mayor margen proporcionaron.
- El costo de ventas interanual de noviembre 2017 y noviembre 2018 presentó un crecimiento del 13,18%, llegando a los USD 99,16 millones, alcanzando 68,42% de las ventas, inferior al costo de ventas registrado a noviembre de 2017, que llegó a 68,50%. El costo de ventas sube frente al histórico debido a la disminución en la venta de cocinas de inducción, producto que tiene el mejor margen de contribución de las líneas de negocio.
- La evolución del gasto operativo es variable, ya que al cierre del año 2016 representó el 35% del total de las ventas, llegando a los USD 51,43 millones, un 11,85% más que el cierre del año 2015 que llegó a los USD 45,99 millones. La mayor parte del incremento de los gastos operativos corresponde a la pérdida en venta de cartera que se incrementó en más de USD 2 millones entre el año 2015 y el año 2016. Para 2017 se presentan gastos operativos semejantes a los del año anterior, lo que aunado a un margen bruto inferior dio como resultado una pérdida operativa de USD 493 mil.
- El margen bruto de acuerdo con el análisis interanual y producto del aumento en ventas y a la presencia de un

menor costo de ventas pasó de USD 40,28 millones a USD 45,77 millones a noviembre 2018.

- La disminución del 18,45% en gastos de operación en el periodo interanual fue fruto de diferencia en la agrupación de las cuentas; durante 2017 se contabiliza la venta de cartera como un gasto operativo, mientras que para 2018 se contabilizó como un gasto no operacional como pérdida de cartera, junto al mencionado incremento del margen bruto dando como resultado que la utilidad operativa pase de una pérdida de USD 1,98 millones en noviembre 2017 a presentar utilidad operativa por USD 11,92 millones en noviembre 2018.
- El activo ha aumentado constantemente presentando una variación del 22% entre 2015 y 2016, superando así los USD 93 millones al cierre del año 2016. Este aumento en el activo total fue fruto de un incremento del 27% en el activo corriente, el cual, representó el 68% del activo total en 2016. El mencionado incremento del 27% en el activo corriente fue producto del aumento de las cuentas por cobrar comerciales, que pasaron de USD 16,7 millones a USD 23,13 millones y de los inventarios que pasaron de USD 19,9 millones a USD 27,8 millones en 2016.
- Para noviembre 2018, se evidencia una mejoría en la recuperación de la cartera comercial, menor dependencia de cartera con el estado y en los saldos vencidos, mayoría de las cuentas vencidas son por concepto de financiamiento Gobierno por concepto de abastecimiento de cocinas de inducción.
- El activo no corriente representó el 32% del activo total, llegando a los USD 29,63 millones al cierre del año 2016, un 11% más que el año 2015, el aumento obedece a revalorización de las propiedades de la empresa que pasaron de USD 12,25 millones a USD 20,90 millones.
- La disminución entre el año 2016 y 2017 en propiedad, planta y equipos, se origina debido a que ICESA S.A., aportó a título de fideicomiso mercantil de manera irrevocable el derecho de dominio sobre el inmueble (edificio y terreno) ubicado en la Avenida Naciones Unidas y Amazonas, dicho inmueble se contabiliza en el fideicomiso por el valor de USD 3,5 millones.
- Durante el periodo de análisis (2015 - 2017) los pasivos del Emisor pasaron de USD 57,80 millones en el 2015 a USD 66,68 millones en el 2017. Las cuentas por pagar comerciales representaron el 17,81% del total del pasivo a diciembre de 2016 (USD 12,34 millones), reflejando una disminución del 46% respecto del valor del 2015 (USD 22,77 millones), producto del incremento de las cuentas por pagar comerciales con relacionadas (USD 4,54 millones). Estas cuentas alcanzaron la suma de USD 12,85 millones en el 2016, que no existían en el 2014 y corresponden a MOTOENSAB S.A., empresa que provee de motos para la venta de ICESA S.A. Para 2017 las cuentas por pagar comerciales alcanzan los USD 10,45 millones, USD 8,77 millones en cuentas por pagar relacionadas.
- Durante 2017 el pasivo corriente alcanzó los USD 52,87 millones, un 2,87% menos al valor registrado para 2016. Las principales variaciones se evidencian en las cuentas por pagar relacionadas (disminución de USD 4,07 millones), cuentas por pagar comerciales (disminución de USD 1,89) y la amortización de la deuda financiera corto plazo por USD 1,81 millones; compensado parcialmente por el incremento de USD 4,83 millones en obligaciones emitidas y otras cuentas por pagar por USD 1,63 millones.
- Por su parte, el pasivo largo plazo disminuyó un 7,02% frente a 2016 coherente con la amortización de las obligaciones financieras largo plazo (reducción de USD 763 mil).
- Los pasivos corrientes al 30 de noviembre de 2018 presentaron una participación del 57,36% de los pasivos totales, siendo las cuentas por pagar comerciales la cuenta más representativa con el 35,68% de participación, llegando a los USD 31,69 millones. Por otro lado, los pasivos no corrientes incrementaron un 12% con relación a noviembre 2017, alcanzando la suma de USD 37,87 millones, USD 4 millones más que el mismo periodo anterior. Las obligaciones con costo fueron la cuenta más representativa con un 51,17% de participación sobre el total de los pasivos.
- El total de pasivos con costo, tanto de corto como de largo plazo, alcanzan la suma de USD 45,44 millones, lo que representó un incremento de USD 7,57 millones desde diciembre de 2017, coherente con la colocación de la Segunda Emisión de Obligaciones ICESA S.A. y nuevos préstamos contraídos con el Banco Bolivariano C.A. y Banco Internacional S.A.
- La deuda con costo de la compañía a noviembre 2018 en el corto plazo presenta una reducción del orden del 11,49% respecto a noviembre de 2017. De esta manera, la deuda con costo de corto plazo disminuyó de USD 12,49 millones a noviembre del 2017 a USD 11,05 millones a noviembre 2018. Así también, la deuda de largo plazo aumenta desde USD 30,16 millones en noviembre 2017 a USD 34,39 millones a noviembre 2018.
- Una comparación entre noviembre 2017 y noviembre 2018 refleja una reestructuración de pasivos con una disminución de las obligaciones financieras de corto plazo y un incremento representado por la Segunda Emisión de Obligaciones emitida por la compañía durante el 2018. El neto, refleja deuda con costo a noviembre de 2017 por USD 42,64 millones comparado con noviembre de 2018 de USD 45.44 millones, con una mejor distribución entre corto y largo plazo.
- Al mismo tiempo, el apalancamiento con proveedores aumentó un 41,46%, representando el 35,68% del total de pasivos, demostrando de esta forma que el Emisor se apalanca más a través de deuda con costo que a través de sus proveedores.
- El patrimonio ha mantenido un crecimiento del 27% al 2016, llegando a los USD 24,29 millones, el mayor incremento obedece a la ya señalada revalorización de la propiedad,

planta y equipo por USD 8 millones, compensada parcialmente por la distribución de dividendos por USD 4,02 millones. El capital social se ha mantenido constante y la reserva legal subió en USD 265 mil.

- Para 2017 se evidencia una reducción en el patrimonio del orden del 11,97% coherente con la pérdida registrada para este año (USD 2,90 millones).
- El patrimonio pasó de financiar el 24,92% de los activos en 2015 a financiar el 24,28% de los activos en 2017 (21,35% para noviembre 2018). Demostrando que la compañía ha optado históricamente en financiarse más mediante terceros que mediante recursos propios.
- El margen bruto/ventas presentó un deterioro a diciembre 2017 (34,03%) frente al 2016 (37,63%). Para 2017 el costo de ventas incrementó fruto de los descuentos aplicados por la empresa y de las menores ventas de productos de inducción registradas, lo que produjo un menor margen bruto frente al presentado en años anteriores. Esta tendencia se mantiene

para noviembre 2018 (31,58%) por las menores ventas de productos de inducción. Para noviembre 2018, se produjo un incremento de ventas, los comparativos de EBITDA frente a ventas, gastos financieros y deuda financiera se presentaron muy favorables. Producto del incremento de la utilidad neta, los valores de ROA se incrementan de -5,01% a 2,79% en el período 2017 – noviembre 2018 y el ROE de -24,28% a 13,05% en el mismo período.

- El análisis de la combinación de activos corrientes y pasivos corrientes demuestra que el capital de trabajo se mantuvo en números positivos en el periodo 2016 – noviembre 2018. En el 2017, se presenta un capital de trabajo de USD 1,3 millones (USD 38,22 millones para noviembre 2018). Debido a que la empresa mantiene niveles de inventario relativamente altos, la prueba ácida tiene valores inferiores al índice de liquidez; sin embargo, para noviembre 2018 la prueba ácida registra valores por encima de la unidad.

Instrumento

En la ciudad de Quito, el 5 de enero de 2018, se celebró la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de la compañía ICESA S.A. con la finalidad de “conocer y resolver sobre la emisión de obligaciones de largo plazo a cargo de la compañía”. En dicha junta se aprobó la Segunda Emisión de Obligaciones de la compañía por la suma de hasta USD 10.000.000.

Aprobada mediante Resolución No. SCVS-IRQ-DRMV-SAR-2018-00001948, emitida por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros el 1 de marzo de 2018. Este monto se compone de una clase, correspondiente a la clase A por un monto de hasta USD 10.000.000

Con fecha 27 de marzo de 2018, el Agente Colocador inició la colocación de los valores. Con fecha 13 de junio de 2018 colocó en total la suma de USD 10.000.000, es decir el 100% del monto aprobado.

CLASE	A
Monto	USD 10.000.000
Plazo	1.440 días
Tasa de interés anual y fija	8,00%
Pago intereses	Trimestral
Pago capital	Semestral

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

RESGUARDOS DE LEY	FUNDAMENTACIÓN	CUMPLIMIENTO
Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la	Se mantiene un indicador promedio de liquidez de 2,03 a partir de la oferta pública de la Emisión.	CUMPLE

RESGUARDOS DE LEY	FUNDAMENTACIÓN	CUMPLIMIENTO
oferta pública y hasta la rendición total de los valores.		
Los activos reales sobre los pasivos exigibles deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.	Con corte 30 de noviembre de 2018, la empresa mostró un índice dentro del compromiso adquirido, siendo la relación activos reales/pasivos de 1,22.	CUMPLE
No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.	No se han repartido dividendos. No mantienen obligaciones en mora	CUMPLE
Mantener, durante la vigencia de la Emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el Artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.	La compañía, al 30 de noviembre de 2018, presentó un monto de activos menos deducciones de USD 93,20 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 74,56 millones, cumpliendo así lo señalado en la normativa.	CUMPLE

LÍMITE DE ENDEUDAMIENTO	FUNDAMENTACIÓN	CUMPLIMIENTO
Mantener un límite de endeudamiento referente a los pasivos afectos al pago de intereses de hasta 3 veces el patrimonio de la Compañía.	Con corte 30 de noviembre 2018, la compañía mantuvo el compromiso adquirido, siendo los pasivos con costo 1,88 veces el patrimonio.	CUMPLE

Riesgos previsibles en el futuro

Según el Literal g, Numeral 1, Artículo 19, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera., Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. identifica como riesgos previsibles en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables, los siguientes:

- Riesgo general del entorno económico, que afecta a todo el entorno y que se puede materializar cuando, sea cual fuere el origen del fallo que afecte a la economía, el incumplimiento de las obligaciones por parte de una entidad participante provoca que otras, a su vez, no puedan cumplir con las suyas, generando una cadena de fallos que puede terminar colapsando todo el funcionamiento del mecanismo, por lo que ante el incumplimiento de pagos por parte cualquiera de la empresas se verían afectados los flujos de la compañía. El riesgo se mitiga por un análisis detallado del portafolio y el seguimiento continuo del mismo.
- Promulgación de nuevas medidas impositivas, incrementos de aranceles, restricciones de importaciones u otras políticas gubernamentales que son una constante permanente que generan incertidumbre para el mantenimiento del sector. De esta forma se incrementan los precios de los bienes importados, que afectarían el costo de ventas de la compañía. Para mitigar este riesgo, ICESA S.A. cuenta con un portafolio de proveedores locales además de los del exterior.
- Las regulaciones como los cupos o las normas INEN al momento de realizar la importación de los diferentes productos presentan una barrera, pudiendo afectar la venta de los distintos productos. ICESA S.A. mitiga este riesgo tramitando directamente los certificados entregados por los proveedores, evitando casi por completo los retrasos y complicaciones en el trámite de nacionalización.
- Gran porcentaje de las ventas de ICESA S.A. son realizadas a crédito, pudiendo incurrir en un incumplimiento en los cobros y, por lo tanto, en la generación de caja, con la finalidad de reducir el riesgo y tener una mayor diversificación de éste, la compañía cuenta con adecuadas políticas de crédito y con un análisis detallado del cliente.
- Existencia de un riesgo laboral debido al alto número de empleados que mantiene, este riesgo se mitiga por una parte debido a las políticas laborales de la compañía

basadas en entrenamiento y cercanía con el personal y que se ajustan a la normativa laboral vigente y por otra parte por la disgregación del personal.

Según el Literal i, Numeral 1, Artículo 19, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera., Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. identifica como riesgos previsibles de los activos que respaldan la emisión y su capacidad para ser liquidados los siguientes:

Se debe establecer que los activos que respaldan la Emisión de Obligaciones son: inventarios, por lo que los riesgos asociados podrían ser:

- Afectaciones causadas por factores como catástrofes naturales, robos e incendios en los cuales los activos se pueden ver afectados, total o parcialmente, lo que generaría pérdidas económicas a la compañía. El riesgo se mitiga con una póliza de seguros que mantiene sobre los activos.
- Al ser el 32,63% de los activos, correspondientes a inventarios, existe el riesgo que éstos sufran daños, por mal manejo, por obsolescencia o pérdidas, lo que provocaría que la compañía pierda ventas por falta de existencias. La empresa mitiga el riesgo a través de un control permanente de inventarios y controles de calidad de los productos al ingresar a la compañía, evitando de esta forma pérdidas o daños.

Según lo establecido en el Literal e, Numeral 3, Artículo 20, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, que contempla las consideraciones de riesgo cuando los activos que respaldan la emisión incluyan cuentas por cobrar a empresas vinculadas.

Se debe indicar que dentro de las cuentas por cobrar que mantiene ICESA S.A., se registran cuentas por cobrar compañías relacionadas por USD 3.402, por lo que los riesgos asociados podrían ser:

- Las cuentas por cobrar compañías relacionadas no son representativas sobre el total de los activos que respaldan la Emisión ni sobre los activos totales. Por lo que su efecto sobre el respaldo del proceso de Emisión de Obligaciones

no es representativo, si alguna de las compañías relacionadas llegara a incumplir con sus obligaciones ya sea por motivos internos de las empresas o por motivos exógenos atribuibles a escenarios económicos adversos. La compañía mantiene adecuadamente documentadas estas obligaciones y un estrecho seguimiento sobre los flujos de las empresas relacionadas.

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

Atentamente,



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

Informe Calificación Segunda Emisión Obligaciones (Estados Financieros noviembre 2018)

ICESA S.A.

Calificación

Mariana Ávila
Gerente de Análisis
mavila@globalratings.com.ec

Hernán López
Gerente General
hlopez@globalratings.com.ec

Instrumento	Calificación	Tendencia	Acción de Calificación	Metodología
Segunda Emisión de Obligaciones	AAA	-	Revisión	Calificación de Obligaciones

Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A., en comité No. 030-2019, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el día 31 de enero de 2019; con base en los estados financieros auditados de los periodos 2015, 2016 y 2017, estados financieros internos, proyecciones financieras, estructuración de la emisión y otra información

relevante con fecha noviembre 2108, califica en Categoría AAA (-), a la Segunda Emisión de Obligaciones ICESA S.A. (Resolución No. SCVS-IRQ-DRMV-SAR-2018-00001948 del 7 de marzo de 2018 por un monto de hasta USD 10.000.000)

Entorno Macroeconómico

ENTORNO MUNDIAL

Las expectativas económicas globales se mantienen firmes, con un pronóstico de crecimiento mundial de 3,7% al cierre de 2018 que se mantendrá durante 2019, de acuerdo con el informe de Perspectivas Económicas Mundiales del Fondo Monetario Internacional. No obstante, el Banco Mundial revisó sus proyecciones a la baja en su informe de Prospectos Económicos Mundiales, pronosticando un crecimiento mundial de 3,0% al cierre de 2018, de 2,9% en 2019 y de 2,8% entre 2020 y 2021. Se espera una ralentización del crecimiento mundial en los próximos años, como consecuencia de una moderación en la inversión y el comercio internacional, y de presiones en los mercados financieros en economías emergentes. De igual manera, se estima un crecimiento disperejo entre países, en respuesta a la volatilidad en los precios de los commodities, a las tensiones comerciales, a las presiones de mercado sobre ciertas monedas y a la incertidumbre geopolítica internacional.

Las economías avanzadas (principalmente la Zona Euro, EE. UU., Japón, Suiza, Suecia, Noruega y Australia), cerraron el año 2018 con un crecimiento estimado de 2,20%. Se prevé una ralentización en el crecimiento de estas economías a 1,5% para los próximos años, para alcanzar niveles previos a la crisis financiera de 2008. Estados Unidos mantiene una perspectiva de crecimiento positiva, impulsada por estímulos fiscales. No obstante, el crecimiento de las economías europeas será más bajo, dada la normalización en su política monetaria, y la volatilidad de los precios de la energía y los combustibles, lo cual disparó las expectativas de inflación y desincentivó el consumo privado.

Sin embargo, en muchas de las economías avanzadas, la inflación se mantiene por debajo de los objetivos de los Bancos Centrales, lo cual ocasiona el incremento en los tipos de interés, y por ende en los costos de endeudamiento de las economías emergentes (principalmente China, Tailandia, India, América Latina, Turquía y África Subsahariana). Al cierre de 2018, estas economías alcanzaron un crecimiento estimado de 4,2%, cifra inferior a las proyecciones previas debido a caídas en actividad y a presiones financieras en países con déficits fiscales elevados. Se espera una actividad económica sostenida en los países importadores de commodities, mientras que se pronostica un debilitamiento en el crecimiento de países exportadores de commodities.

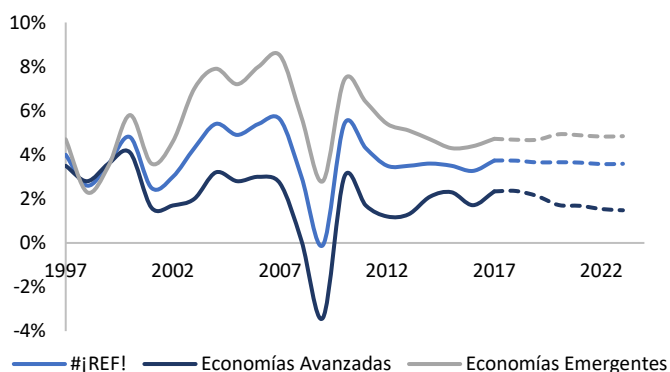


Gráfico 1: PIB Real – Variación anual porcentual.

Fuente: World Economic Outlook (oct. 2018) - Fondo Monetario Internacional

Elaboración: Global Ratings

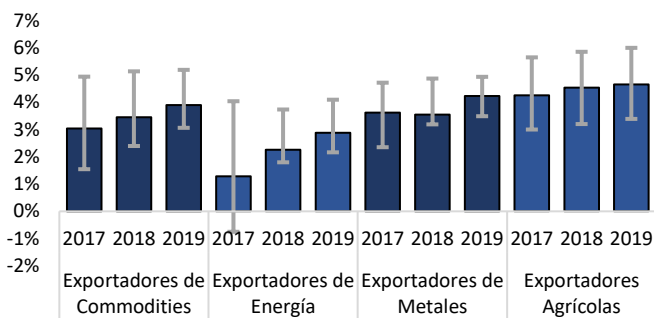


Gráfico 2: Crecimiento Económico en Países Exportadores
Fuente: Global Economic Prospects, junio 2018 – Banco Mundial
Elaboración: Global Ratings

El crecimiento del comercio internacional durante los dos próximos años será moderado, a pesar del incremento en la demanda mundial interna, debido a las recientes políticas comerciales que generaron tensión entre los países avanzados y las economías emergentes. Las tarifas comerciales que se introdujeron durante 2018 afectaron a alrededor del 2,5% del comercio internacional, y el Banco Mundial estima que, si todas las tarifas y aranceles bajo consideración se implementaran, podrían disminuir el nivel de comercio internacional en alrededor de un 5,0%, afectando así a distintas cadenas de valor internacionales y deteriorando la disposición de las firmas para invertir y exportar. Por su parte, habrá una desaceleración global en el crecimiento de la inversión privada, relacionado con las presiones y disrupciones en los mercados financieros internacionales y las crecientes tasas de interés.

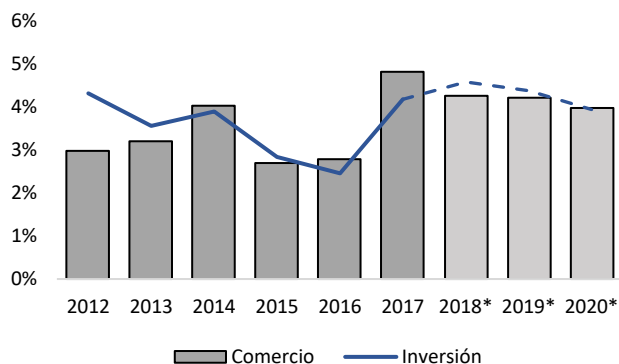


Gráfico 3: Crecimiento del volumen de comercio e inversión
Fuente: Global Economic Prospects, junio 2018 – Banco Mundial
Elaboración: Global Ratings

En respuesta a esta tendencia, el monto total de deuda corporativa en las economías emergentes mantuvo una tendencia creciente durante la última década, alcanzó niveles similares a los de la deuda pública y presionó al alza las tasas de interés. Esta tendencia refleja la profundización de los mercados de capitales en las economías en desarrollo, pero impone un riesgo a la estabilidad de los mercados financieros y aumenta la vulnerabilidad del sector privado y bancario ante choques externos. Adicionalmente, el incremento sostenido de la deuda corporativa puede mermar la expansión de la capacidad productiva debido a la proporción significativa de las ganancias destinadas al pago de intereses, lo cual reprimiría el crecimiento económico en dichas economías.

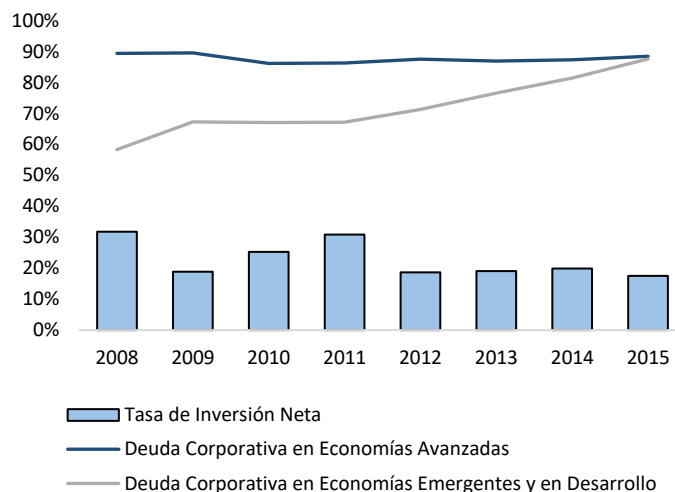


Gráfico 4: Deuda Corporativa como Porcentaje del PIB y Tasa de Inversión Neta.
Fuente: Global Economic Prospects, junio 2018 – Banco Mundial
Elaboración: Global Ratings

En cuanto a los mercados financieros internacionales, la tendencia mundial está marcada por el incremento en la tasa de fondos federales en Estados Unidos, que continuará durante 2019, y la reducción en la compra mensual de activos por parte del Banco Central Europeo y el Gobierno japonés. El rendimiento promedio de los Bonos del Tesoro Americano a 10 años para diciembre de 2018 fue de 2,83%, y la tasa al cierre de año fue de 2,70%, lo cual constituye un incremento de 30 puntos base frente a la cifra a inicio de 2018. Por su parte, el rendimiento promedio de los Bonos del Gobierno Alemán fue de 0,28% durante el mes de diciembre de 2018. Asimismo, debido a políticas en Japón y en ciertas economías europeas, alrededor de USD 7,50 billones de deuda en circulación se cotizan a tasas negativas en los mercados internacionales.

Por su parte, la tasa de interés en las economías emergentes sufrió una presión al alza en el último trimestre, en respuesta a las presiones inflacionarias y de tipo de cambio ocasionadas principalmente la apreciación del dólar durante 2018. De acuerdo con el Banco Mundial, los precios en el mercado bursátil internacional disminuyeron durante el último trimestre de 2018, lo cual refleja el deterioro en las percepciones de mercado acerca de la actividad global y las tendencias comerciales. Sectores como telecomunicaciones, servicios públicos e industria impulsaron los índices al alza, mientras que los retrocesos de los sectores petróleo y gas, tecnología y servicios al consumidor llevaron a los mercados a la baja. Para noviembre de 2018, los principales índices bursátiles alcanzaron los siguientes valores promedio:

ÍNDICE	VALOR	CAMBIO MENSUAL (%)	CAMBIO ANUAL (%)
DJIA	23.805,55	-5,75%	-3,01%
S&P 500	2.567,31	-5,73%	3,64%
NASDAQ	6.814,26	-5,83%	-1,07%
NYSE	11.624,26	-5,84%	-8,52%
IBEX 35	8.747,82	-3,29%	-14,29%

Tabla 1: Cotizaciones de los principales índices del mercado bursátil
Fuente: Yahoo Finance; **Elaboración:** Global Ratings

La nómina estadounidense no agrícola presentó un desempeño fuerte durante el mes de diciembre de 2018, con un incremento de 312.000 posiciones laborales y un aumento salarial mensual de

0,4%. Sin embargo, alrededor de 419.000 trabajadores se unieron a la fuerza laboral, por lo cual la tasa de desempleo incrementó a 3,9% al cierre de 2018. Se espera que estas perspectivas laborales, junto con el comportamiento de la tasa de interés, contribuyan con el fortalecimiento del dólar durante los próximos meses.

	COLOMBIA	PERÚ	CHILE	REINO UNIDO	U.E.	CHINA	RUSIA	JAPÓN
	Peso	Nuevo Sol	Peso	Libra	Euro	Yuan	Rublo	Yen
Ene	2.844,95	3,22	605,80	0,71	0,80	6,32	56,31	108,68
Feb	2.857,14	3,25	590,49	0,72	0,81	6,32	56,27	107,56
Mar	2.791,74	3,22	604,41	0,71	0,81	6,29	57,32	106,40
Abr	2.805,05	3,24	607,68	0,72	0,82	6,33	62,14	109,11
May	2.876,04	3,27	627,70	0,75	0,86	6,42	62,09	108,86
Jun	2.948,11	3,28	649,65	0,76	0,87	6,62	62,93	110,59
Jul	2.870,26	3,27	638,20	0,76	0,85	6,81	62,23	110,94
Ago	3.031,22	3,31	677,97	0,77	0,86	6,84	68,12	111,18
Sep	2.985,97	3,30	659,63	0,76	0,86	6,89	65,32	113,39
Oct	3.206,16	3,36	693,39	0,79	0,88	6,97	65,56	112,99
Nov	3.236,25	3,38	669,21	0,78	0,88	6,94	66,21	113,42

Tabla 2: Cotizaciones del Dólar estadounidense en el mercado internacional

Fuente: Banco Central Ecuador; Elaboración: Global Ratings

ENTORNO REGIONAL

De acuerdo con el informe de Global Economic Prospects del Banco Mundial, el crecimiento mundial en los próximos dos años estará impulsado por la región de Asia del Sur, seguido de Asia del Este y Pacífico, al ser regiones con un mayor número de importadores de commodities.

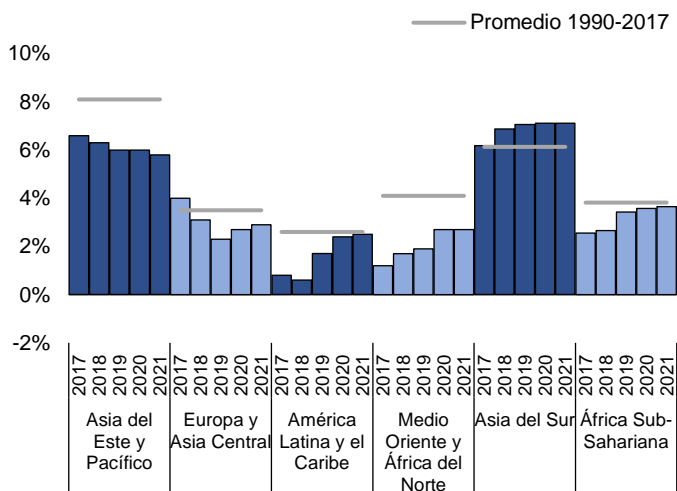


Gráfico 5: Tasa de crecimiento económico, por región.

Fuente: Global Economic Prospects, enero 2019 – Banco Mundial

Elaboración: Global Ratings

En **Asia del Este y Pacífico**, el crecimiento económico se desacelerará en 2019, principalmente por el enfriamiento de las exportaciones en China dadas las crecientes restricciones comerciales. Adicionalmente, la región se caracterizará por la existencia de economías altamente apalancadas y con necesidades de financiamiento crecientes.

La región de **Europa y Asia Central** afrontará una ralentización en su crecimiento, pasando de 3,10% en 2018 a 2,70% en 2020, debido principalmente a la actividad moderada en Turquía y en las economías de Europa Central. La actividad económica en esta región se caracterizará por el ajuste en las condiciones financieras de economías con amplios déficits externos.

En el **Medio Oriente y África del Norte**, se espera una recuperación en la actividad económica tras el recorte en la producción petrolera y los ajustes fiscales implementados el año anterior. Los países importadores de petróleo de la región afrontan un escenario frágil, pero se beneficiarán de reformas políticas en la región. Las tensiones y conflictos geopolíticos y la volatilidad en los precios del petróleo representan una amenaza para la región.

El crecimiento económico en **Asia del Sur** estará impulsado por el fortalecimiento de la demanda interna en India, conforme se evidencien los efectos de reformas estructurales como la recapitalización bancaria. No obstante, se espera un incremento en la deuda externa y en los déficits de cuenta corriente de la región, así como una erosión de las reservas internacionales, incrementando la vulnerabilidad externa.

Se espera una recuperación en las tasas de crecimiento de la región de **África Sub-Sahariana** en los próximos dos años, pasará de 2,70% en 2018 a 3,40% en 2019, impulsada por una menor incertidumbre política y una mejora en la inversión privada en la región.

La región de **América Latina y el Caribe** alcanzó un crecimiento de 0,6% en 2018, inferior a las proyecciones, debido a la crisis monetaria y a la sequía en el sector agrícola en Argentina, a los paros de trabajadores en Brasil y a las condiciones económicas en Venezuela. La economía Latinoamericana también se vio afectada por la caída en los precios de los commodities, mientras que el incremento en los precios del petróleo impulsó el crecimiento en los países exportadores de crudo durante 2018, a pesar de la caída en los precios a finales del año.

Se espera una recuperación económica en la región durante los próximos años, alcanzando una tasa estimada de crecimiento de 1,70% en 2019 y de 2,40% en 2020, que se mantendrá por debajo del crecimiento mundial. De acuerdo con el Banco Mundial, el fortalecimiento económico en América Latina y el Caribe estará impulsado por la firmeza de las condiciones económicas en Colombia y Brasil, así como por la recuperación gradual en las

condiciones económicas en Argentina, principalmente debido a la consolidación del consumo y la inversión privada. No obstante, estas perspectivas de crecimiento pueden verse afectadas por los ajustes de los mercados financieros, la ruptura en la negociación de tratados comerciales, el proteccionismo impuesto por Estados Unidos y las consecuencias de fenómenos climáticos y naturales.

El consumo privado es el principal motor del crecimiento de la economía de América Latina, y se espera que crezca a un ritmo de 1,3% en 2018. Su fortalecimiento durante los últimos años ha sido consecuencia de reducciones en las tasas de interés. Esto ha reactivado la inversión privada en la región, que, sin embargo, fue inferior a la esperada al cierre de 2018. La inversión total en la mayoría de los países de la región se sitúa por debajo de la media de economías emergentes en Europa, Asia y Medio Oriente. Esto se explica por la falta de ahorro nacional o de oportunidades de inversión rentables.

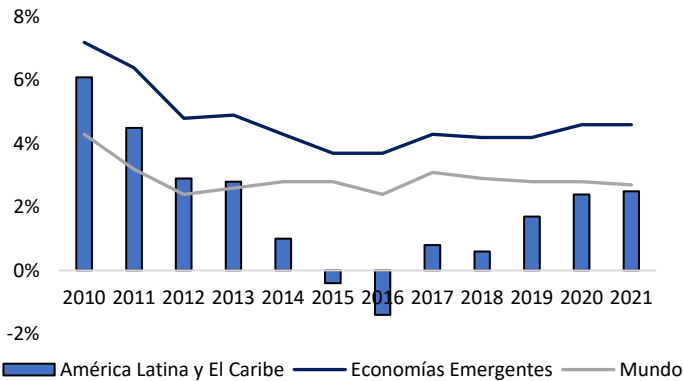


Gráfico 6: Crecimiento Económico

Fuente: Global Economic Prospects (enero 2019) – Banco Mundial;

Elaboración: Global Ratings

Los países exportadores de materia prima y commodities de la región, principalmente Brasil, Chile y Argentina, afrontaron un incremento significativo en la producción industrial durante la primera mitad de 2018, medido por los volúmenes de ventas. Sin embargo, el incremento en la volatilidad de mercado deterioró la actividad industrial en el segundo trimestre de 2018. De igual manera, los países exportadores de servicios, ubicados principalmente en Centroamérica y el Caribe, se vieron beneficiados por el fortalecimiento de la demanda externa, alcanzando niveles de turismo récord para la región. En cuanto a los países importadores de commodities, como México, se pronostica un crecimiento moderado del consumo privado dado el estancamiento en los volúmenes de ventas.

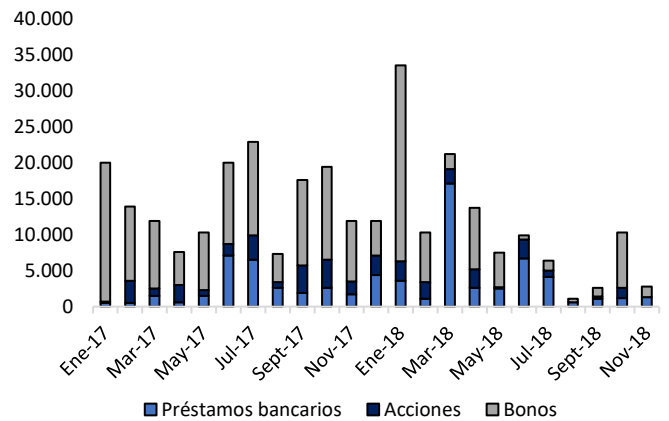


Gráfico 8: Flujos de Capital en América Latina y El Caribe

Fuente: Global Economic Prospects (enero 2019) – Banco Mundial;

Elaboración: Global Ratings

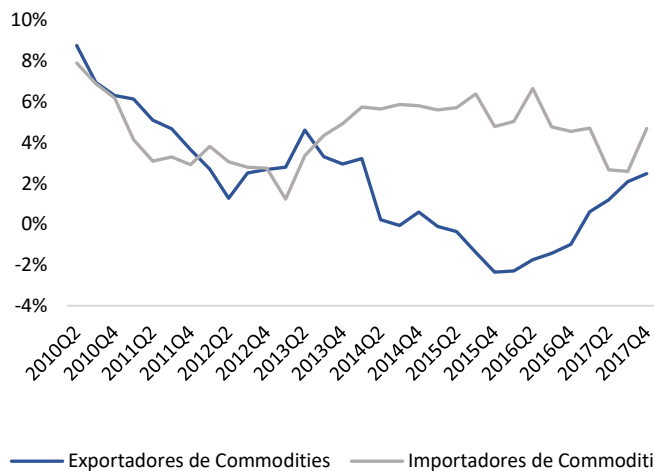


Gráfico 7: Crecimiento del PIB Real en América Latina y el Caribe.

Fuente: Global Economic Prospects, junio 2018 – Banco Mundial

Elaboración: Global Ratings

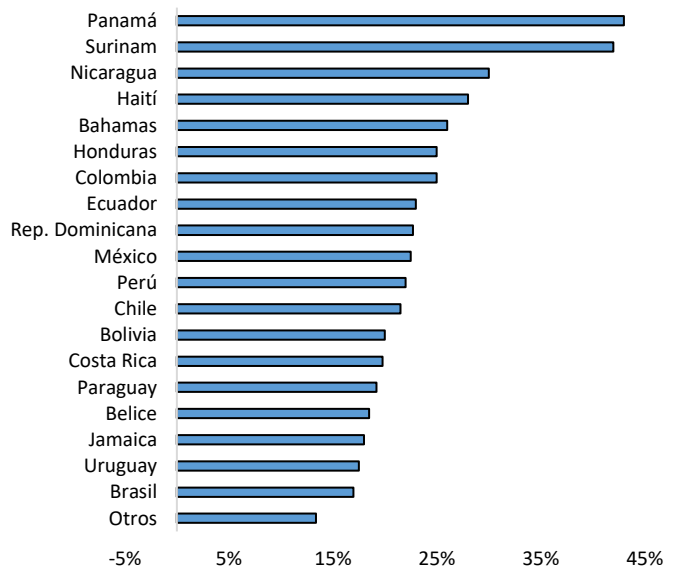


Gráfico 9: Tasa de inversión total como porcentaje del PIB, 2017.

Fuente: Informe Macroeconómico de América Latina y el Caribe 2018 – BID

Elaboración: Global Ratings

Durante 2018, el crecimiento de las exportaciones de la región fue inferior al esperado, en respuesta a las tendencias de comercio mundiales y a la desaceleración en la producción agrícola en Argentina. Las perspectivas comerciales de los países de la región de América Latina y el Caribe son favorables, considerando que sus principales socios comerciales, Estados Unidos, Europa y China, han visto revisadas al alza sus previsiones de crecimiento. Asimismo, el

fortalecimiento de la demanda mundial ha impulsado las exportaciones y contribuido hacia la reducción de los déficits en cuenta corriente en varios de los países de la región. No obstante, el crecimiento de las importaciones supera al crecimiento de las exportaciones; por ende, la balanza comercial contribuye de manera negativa al crecimiento de América Latina y el Caribe.

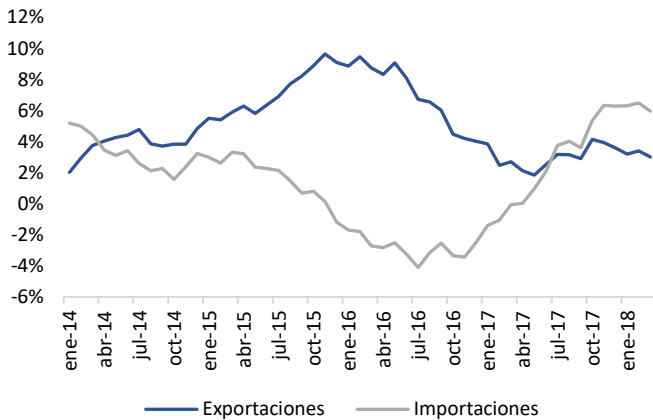


Gráfico 10: Crecimiento de exportaciones e importaciones en América Latina y el Caribe
Fuente: Global Economic Prospects, junio 2018 – Banco Mundial
Elaboración: Global Ratings

Debido al fortalecimiento del dólar estadounidense, la mayoría de los países en la región afrontaron una depreciación de su moneda, la cual, a su vez, impulsó la inflación al alza. Se espera que las decisiones de política monetaria de la región presionen la tasa de inflación durante los próximos meses. En cuanto al mercado laboral,

la tasa de desempleo ha mantenido una tendencia creciente durante el último año. Asimismo, el empleo informal constituye una de las problemáticas más importantes de la región. Se estima que el tamaño del sector informal en la región es de cerca del 40% del PIB, y que

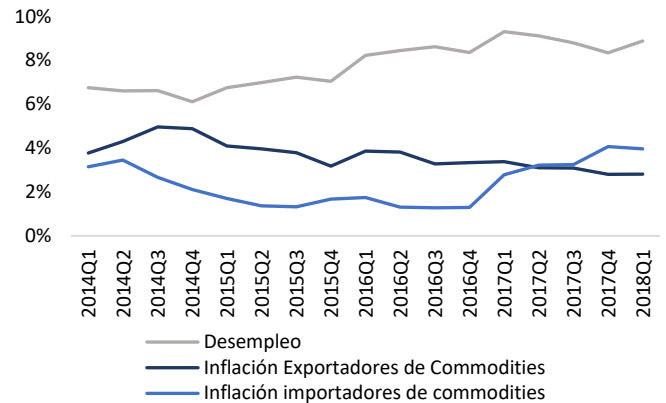


Gráfico 11: Inflación y Desempleo en América Latina y el Caribe
Fuente: Global Economic Prospects, junio 2018 – Banco Mundial.
Elaboración: Global Ratings

En cuanto a los mercados financieros de la región, los rendimientos de los bonos soberanos incrementaron durante 2018, al igual que en el resto de los mercados emergentes a nivel mundial. La deuda pública alcanzó niveles récord en algunos países de la región, dados los déficits fiscales elevados en los países exportadores de commodities. La mayoría de los índices de los mercados accionarios de la región afrontaron una desvalorización al cierre de 2018.

ENTORNO ECUATORIANO

La economía ecuatoriana se desenvuelve con un ralentizado crecimiento. El Banco Mundial estimó un crecimiento económico de 1,0% para el año 2018, y pronostica un crecimiento de 0,7% para el año 2019. Según datos del Banco Central del Ecuador, en 2016 el PIB del Ecuador totalizó USD 99.937 millones, mientras que en el 2017 alcanzó los USD 104.295 millones. En el tercer trimestre de 2018, el PIB ecuatoriano alcanzó los USD 27.267,31 millones, lo cual refleja un incremento de 1,4% con respecto al mismo periodo del año anterior, y un incremento de 0,9% frente al primer trimestre de 2018. El gobierno estima un crecimiento de 1,9% en 2019.

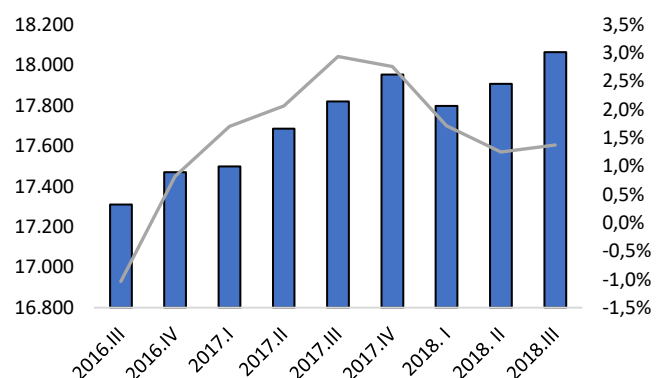


Gráfico 12: PIB Real del Ecuador a precios constantes de 2007 y tasa de variación interanual
Fuente: Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** Global Ratings

Por su parte, el Índice de Actividad Coyuntural (IDEAC), que describe la variación de la actividad económica a través de la medición de variables de producción en las distintas industrias, refleja una dinamización de la economía en el país para el mes de octubre de 2018. Específicamente, a octubre de 2018, el IDEAC alcanzó un nivel de 171,02 puntos, lo cual refleja un incremento de 7,61% frente al

mes de septiembre de 2018, y un incremento de 12,30% frente al mismo período de 2017.

El presupuesto general del Estado aprobado para el año 2018 se mantuvo en USD 34.853 millones, lo cual representa una caída de 5,3% con respecto al Presupuesto General aprobado para 2017. Este presupuesto se elaboró bajo los supuestos de un crecimiento real del PIB de 2,04%, una inflación promedio anual de 1,38%, un PIB nominal de USD 104.021 millones y el precio promedio del barril de petróleo en USD 41,92. La proforma presupuestaria para el 2019, que fue presentada por el Ministerio de Economía y Finanzas a la Asamblea Nacional y se encuentra pendiente de aprobación, alcanzó los USD 31.318 millones, cifra que demuestra una disminución de USD 3.534 millones frente al presupuesto aprobado para 2017. La proforma para el presupuesto de 2019 se elaboró bajo los supuestos de un crecimiento económico de 1,43%, una inflación anual de 1,07%, un precio promedio del petróleo de USD 58,29 por barril y una producción de 206,21 millones de barriles de petróleo.

Para noviembre de 2018, la deuda pública alcanzó un monto de USD 48.954,40 millones, lo cual representa el 44,7% del PIB. De este monto, alrededor de USD 35.049,70 millones constituyeron deuda externa con Organismos Internacionales, Gobiernos, Bancos y Bonos, mientras que los restantes USD 13.904,70 millones constituyeron deuda interna por Títulos y Certificados y con Entidades del Estado como el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social y el Banco del Estado.

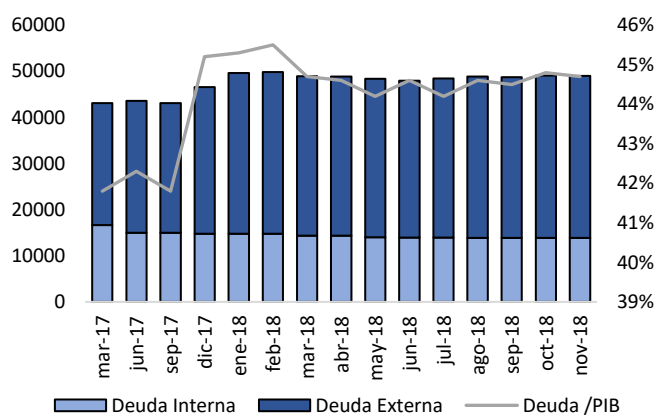


Gráfico 13: Deuda Pública (millones USD) y Relación Deuda/PIB (Eje der.).
Fuente: Ministerio de Finanzas del Ecuador; Elaboración: Global Ratings

Por otro lado, la recaudación tributaria entre los meses de enero a noviembre de 2018 fue de USD 13.148,14 millones, lo cual representa un aumento de 4,3% frente al mismo período de 2017, y una estabilidad en la recaudación de los meses de octubre y noviembre de 2018. El impuesto con mayor contribución a la recaudación fiscal es el Impuesto al Valor Agregado, que representa 42,04% de la recaudación total. Para el período de enero a noviembre de 2018, la recaudación del Impuesto al Valor Agregado fue de USD 6.120,24 millones, lo cual constituye un incremento de 5,99% frente al mismo período de 2017, pero una caída de 5,29% en la recaudación del Impuesto al Valor Agregado en el mes de noviembre 2018 frente al mes de octubre del mismo año. Esto evidencia una mejora en el consumo privado en el último año, que constituye cerca del 60% de la actividad económica del país.

Adicionalmente, el Impuesto a la Renta recaudado durante los meses de enero a noviembre de 2018 fue de USD 4.274,42 millones, lo cual representa el 32,52% de la recaudación fiscal. Este monto es 9,56% superior a la recaudación de Impuesto a la Renta de enero a noviembre de 2017, y representa un aumento de 6,82% en la recaudación mensual de noviembre frente a la recaudación del mes de octubre del presente año.

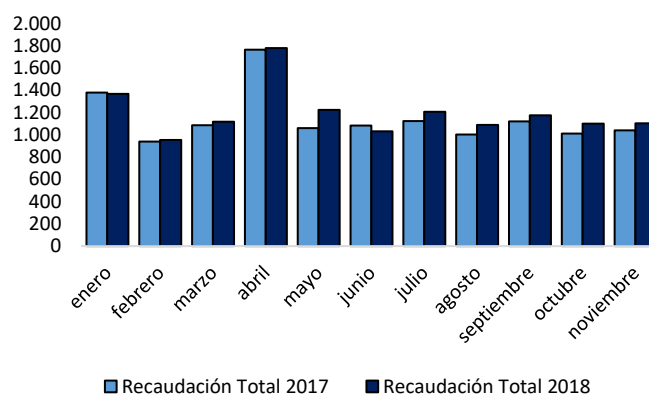


Gráfico 14: Recaudación Fiscal

Fuente: Servicio de Rentas Internas del Ecuador; Elaboración: Global Ratings

Adicional a los ingresos tributarios, los ingresos petroleros constituyen la principal fuente de ingresos para el Ecuador, al ser el quinto mayor productor sudamericano de crudo. Sin embargo, su producción en los mercados internacionales es marginal, por lo cual no tiene mayor influencia sobre los precios y, por lo tanto, sus ingresos por la venta de este commodity están determinados por el precio internacional del petróleo. Para octubre de 2018, el precio promedio mensual del barril de petróleo (WTI) fue de USD 70,75, cifra similar al precio promedio del mes de septiembre de 2018. Para el 10 de enero de 2018, el precio del barril de petróleo (WTI) fue de USD 52,53, cifra que sugiere una tendencia decreciente en los precios del crudo, y, por tanto, una caída en los ingresos disponibles para el Estado, perjudicando su capacidad de pago de la deuda.

Esta condición se refleja en el riesgo país, que mide la probabilidad de incumplimiento de las obligaciones extranjeras. Específicamente, según cifras del Banco Central, el Riesgo País del Ecuador, medido a través del Índice Bursátil de Economías Emergentes (EMBI), promedió 746 puntos durante el mes de noviembre de 2018, y cerró dicho mes en 740 puntos. Si bien el riesgo país al cierre de noviembre fue inferior al promedio mensual, este último presentó un incremento de 11,01% frente al nivel promedio de octubre. Asimismo, el riesgo país promedio en noviembre de 2018 incrementó en 37,89% en comparación con el mismo período de 2017. Este incremento en el riesgo país implica menores oportunidades de inversión rentable para el país, así como mayores costos de financiamiento en los mercados internacionales. Por esta razón, el crecimiento del riesgo país incide de manera negativa en nivel de empleo y el crecimiento de la producción.

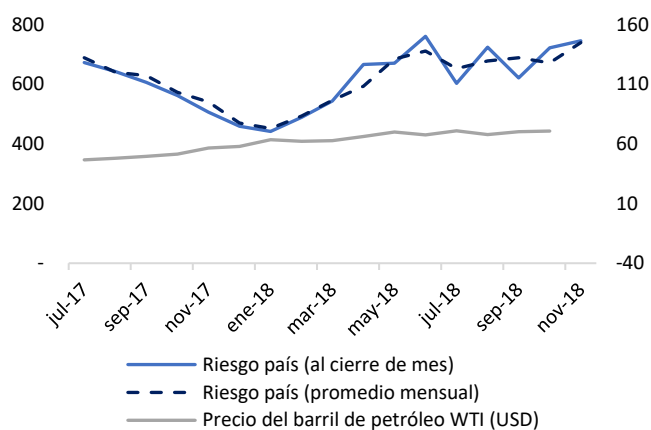


Gráfico 15: Riesgo País (eje izq.) y Precio del Barril de Petróleo (eje der.)
Fuente: Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** Global Ratings

Durante el último año, los precios generales en el país se han mantenido estables, con una inflación acumulada a octubre de 2018 de 0,17%. La inflación mensual para noviembre de 2018 fue de -0,25%, mientras que la inflación anual, en comparación con noviembre de 2017, fue de 0,35%. El decremento mensual en los precios para noviembre de 2018 fue impulsado por los precios de las prendas de vestir y calzado y de las actividades de recreación y cultura, mientras que los precios con mayor variación positiva para el mes de noviembre de 2018 fueron los de salud y alojamiento, agua, electricidad, gas y otros combustibles.

Esta estabilidad de precios, a su vez, permitió mantener una estabilidad relativa en el mercado laboral, que reacciona de manera inversa a los cambios en el índice de precios. El porcentaje de la población en el desempleo para septiembre de 2018 fue de 4,0%, un decremento porcentual de 0,1% con respecto a la cifra reportada en junio de 2018. Los cambios más significativos en el desempleo nacional se dieron en Guayaquil, donde el desempleo cayó en 1,2% en el último año, y Machala, donde el desempleo aumentó en 2,5% de septiembre 2017 a septiembre 2018.

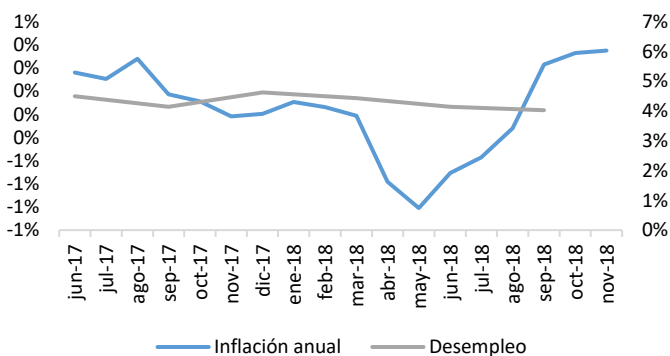


Gráfico 16: Tasa de Inflación Anual (eje izq.) y Tasa de Desempleo (eje der.)
Fuente: Banco Central del Ecuador e Instituto Nacional de Estadística y Censos
Elaboración: Global Ratings

En cuanto a la distribución del empleo, según los datos del Instituto Nacional de Estadística y Censos, la mayor proporción de la población goza de un empleo adecuado. Para septiembre de 2018, la tasa de empleo adecuado alcanzó un nivel de 39,6% de la población nacional. La tasa de subempleo se mantuvo constante

durante el tercer trimestre de 2018, alcanzando un 19,4% de la población. No obstante, para septiembre 2018, las tasas de empleo no remunerado y de otro empleo no pleno incrementaron en 0,5% y 1%, respectivamente, frente a septiembre de 2017. El comportamiento de los índices de empleabilidad concuerda con las tendencias regionales de informalidad creciente.

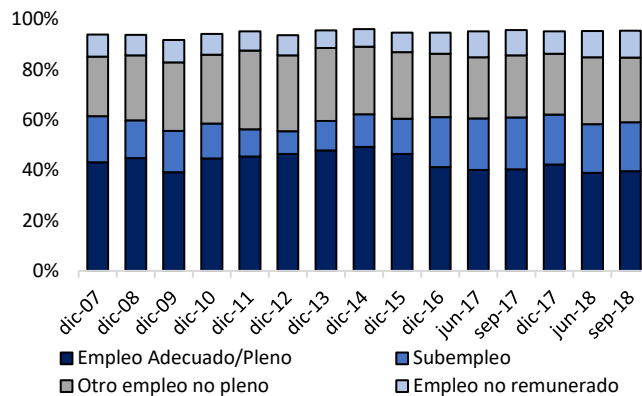


Gráfico 17: Evolución de Indicadores de Empleo Nacionales
Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censos; **Elaboración:** Global Ratings

En cuanto al sector externo, durante el período de enero a octubre de 2018, la balanza comercial registró un déficit de USD -263,50 millones, con exportaciones por USD 18.234,70 millones e importaciones por USD 18.498,30 millones. Las exportaciones petroleras representaron el 41,70% de las exportaciones, mientras que las exportaciones no petroleras representaron el 58,30% del total de exportaciones. Para octubre de 2018, la balanza petrolera mantuvo un saldo positivo de USD 3.932,10 millones. Por el contrario, la balanza comercial no petrolera presentó un déficit de USD -4.195,60 millones, con exportaciones por USD 10.638,10 millones e importaciones por USD 14.498,30 millones. El saldo negativo en la balanza comercial no petrolera es consecuencia de la elevada importación de materias primas y bienes de capital utilizados como insumos productivos, así como la importación de bienes de consumo.

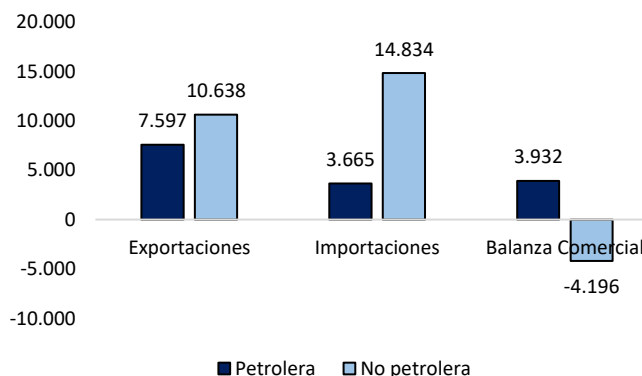


Gráfico 18: Balanza comercial petrolera y no petrolera (millones USD)
Fuente: Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** Global Ratings

La siguiente tabla resume los principales indicadores de interés económico publicados por los diferentes organismos de control y estudios económicos:

MACROECONOMÍA

Ingreso per cápita (2017) *	USD 6.143
Inflación anual (noviembre 2018) *	0,35%
Inflación mensual (noviembre 2018) *	-0,25%
Salario básico unificado	USD 394
Canasta familiar básica (diciembre 2018) *	USD 715,16
Tasa de subempleo (septiembre 2018) *	19,4%
Tasa de desempleo (septiembre 2018) *	4,0%
Precio crudo WTI (octubre 2018)*	USD 70,75
Índice de Precios al Productor (diciembre 2018) *	102,34
Riesgo país (promedio octubre 2018)*	746 puntos
Deuda pública como porcentaje del PIB (noviembre 2018)*	44,70%
Tasa de interés activa (enero 2019)	7,99 %
Tasa de interés pasiva (enero 2019)	5,62%
Deuda pública total (noviembre 2018) millones USD*	48.954,40

(*) Última fecha de información disponible

Tabla 3: Principales indicadores económicos del Ecuador

Fuente: BCE, INEC, Ministerio de Finanzas; Elaboración: Global Ratings

Para octubre de 2018, el sistema financiero nacional totalizó un monto de captaciones a plazo igual a USD 27.564,60 millones. Este monto representa un decremento de 0,23% con respecto a septiembre de 2018, y un aumento de 10,2% con respecto a octubre de 2017. Los depósitos a plazo fijo constituyeron el 53,90% de las captaciones a plazo, seguidas de los depósitos de ahorro, cuya participación en el total de captaciones a plazo fue de 39,80%. Asimismo, los bancos privados obtuvieron el 65,78% de las captaciones a plazo, seguido de las cooperativas, que obtuvieron el 28,53% de las mismas. Por su parte, los depósitos a la vista en octubre de 2018 cayeron en 0,50% con respecto a octubre de 2017, de USD 11.956,25 a USD 11.901,40. Los bancos privados captaron el 73,40% de los depósitos a la vista, mientras que el Banco Central captó el 25,60% de los mismos. El incremento en las captaciones del sistema financiero durante 2018 refleja la recuperación de la confianza de los inversionistas y de los cuenta ahorristas.

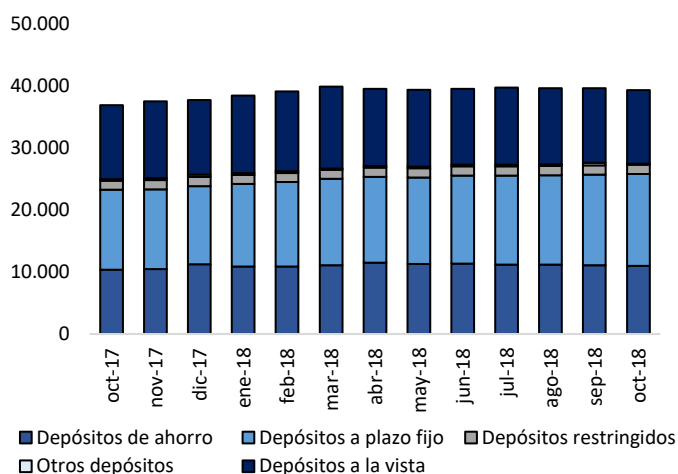


Gráfico 19: Evolución de las Captaciones del Sistema Financiero Ecuatoriano

Fuente: Banco Central del Ecuador; Elaboración: Global Ratings

Para octubre de 2018, el volumen de colocación de crédito particular del sistema financiero alcanzó los USD 38.926,60 millones, lo cual representa un incremento de 16,1% con respecto a octubre de 2017, y de 0,8% frente a septiembre de 2018. Este incremento representa la creciente necesidad de financiamiento del sector privado para actividades destinadas al consumo y a la inversión. La cartera por vencer del sistema financiero ecuatoriano representa el 92,92% del

total de colocaciones, mientras que la cartera vencida representa el 3,67%.

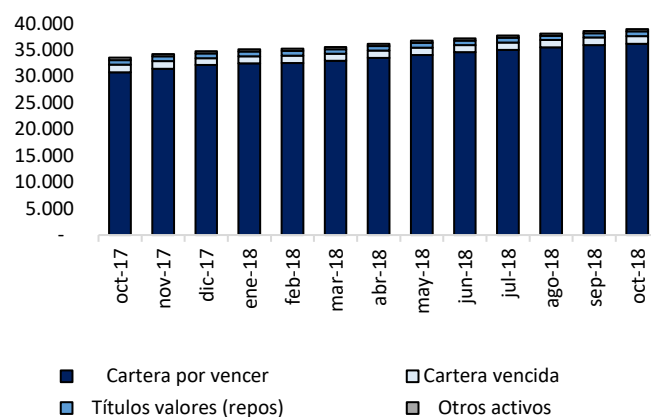


Gráfico 20: Evolución de las colocaciones del sistema financiero ecuatoriano

Fuente: Banco Central del Ecuador; Elaboración: Global Ratings

La tasa de interés activa referencial cayó de 8,69% en diciembre de 2018 a 7,99% en enero de 2019. Por el contrario, la tasa de interés pasiva referencial incrementó de 5,43% en diciembre de 2018 a 5,62% en enero de 2019.

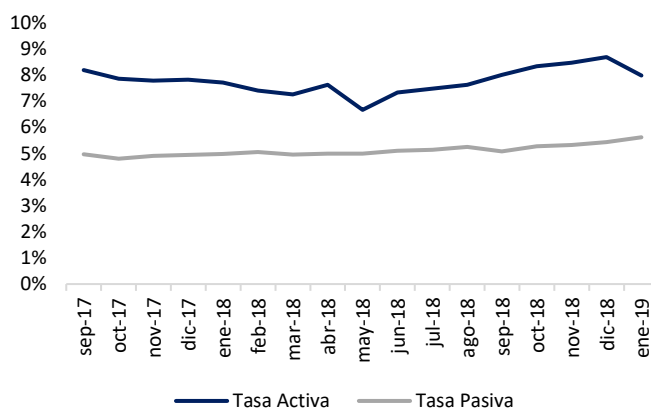


Gráfico 21: Evolución de tasas de interés referenciales

Fuente: Banco Central del Ecuador; Elaboración: Global Ratings

Las reservas internacionales en el Banco Central del Ecuador alcanzaron un total de USD 2.382,20 millones en noviembre de 2018, monto que representa una caída de 40,72% con respecto a noviembre de 2017, y de 12,75% con respecto al mes anterior. Por su parte, las reservas bancarias en el Banco Central del Ecuador para noviembre de 2018 fueron de USD 4.238,6 millones, cifra 8,96% inferior al monto de reservas bancarias en el BCE de noviembre de 2017, y 1,09% inferior al mes anterior. Esta situación evidencia el creciente riesgo de liquidez en el sistema financiero, y la falta de respaldo ante las reservas de los bancos privados en el Banco Central.

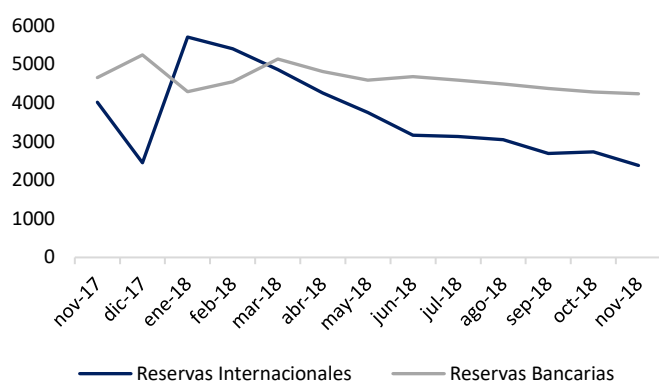


Gráfico 22: Reservas Internacionales y Reservas Bancarias en el BCE.

Fuente: Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** Global Ratings

En cuanto al mercado bursátil, a diciembre de 2018, existieron 289 emisores, sin incluir fideicomisos o titularizaciones, de los cuales 156 son pymes, 103 son empresas grandes y 30 pertenecen al sector financiero. De acuerdo con la información provista por la Bolsa de Valores Quito, a diciembre de 2018, los montos negociados en el mercado bursátil nacional están compuestos por un 99,67% de instrumentos de renta fija y un 0,33% de instrumentos de renta variable. El 89,81% de las negociaciones corresponde mercado primario y el 10,19% al mercado secundario. En este mes de análisis, se registró un monto total negociado a nivel nacional de USD 856,06 millones.

Sector comercial

El sector comercial constituye uno de los principales dinamizadores de la economía, y las tendencias del sector a nivel mundial presentan perspectivas favorables para el comercio local. El desarrollo del sector comercial ha estado marcado por los avances tecnológicos, que han simplificado las operaciones de negocio y modificado la interacción con los consumidores. Sin embargo, la tecnología no ha podido reemplazar a los mecanismos de comercio tradicionales, que influyen en la lealtad del consumidor y la participación de mercado, lo cual genera oportunidades diversas para el sector.

De acuerdo con el Instituto Nacional de Estadística y Censos, el sector comercial comprende la venta al por mayor y al por menor de todo tipo de productos y la prestación de servicios accesorios a la venta de dichos productos. La venta al por mayor y menor constituyen la etapa final de la distribución de productos intercambiados o mercancías, y, por lo tanto, mantiene una relación directa con el proceso productivo a nivel de todas las industrias.

A partir de la dolarización en el Ecuador, el sector comercial mantuvo un crecimiento sostenido y alcanzó una tasa de variación anual promedio de 3,43% entre 2001 y 2008. Para el año 2008, el aumento de la inversión y el consumo privado impulsaron al sector comercial a obtener un crecimiento máximo de 10,76%. Durante la última década, el sector comercial creció a una tasa promedio de 3,18%. Tras mantener un crecimiento ininterrumpido entre 2010 y

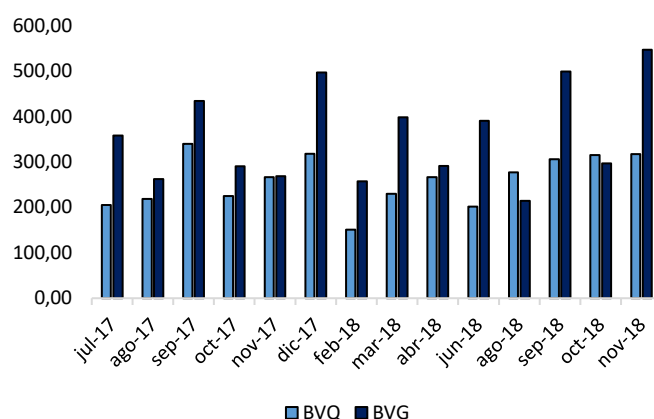


Gráfico 23: Historial de Montos Negociados (millones USD)

Fuente: BVQ; **Elaboración:** Global Ratings

Con lo antes expuesto se da cumplimiento a lo establecido en el Numeral 1, Artículo 20, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, es opinión de Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A., que el entorno mundial, regional y del Ecuador presentan tendencias de crecimiento conservadoras de acuerdo a las estimaciones realizadas y publicadas por el Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial, CEPAL y Banco Central del Ecuador, puntualmente la economía ecuatoriana tiene expectativas de un crecimiento moderado para el presente año e ingresos suficientes para cubrir las obligaciones en el 2019.

2014, para 2015 el comercio se contrajo en 0,71%, principalmente debido a la imposición de las salvaguardas y a la estrecha relación del sector con los productos importados. La retracción del comercio se extendió hasta 2016, año en que se evidenció una caída de 4% en el PIB del sector.

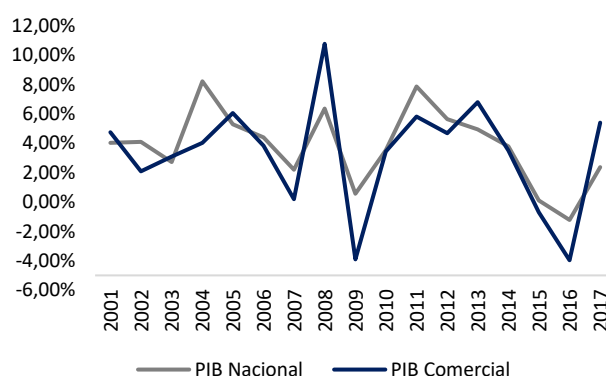


Gráfico 24: Crecimiento anual del PIB real.

Fuente: Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** Global Ratings.

Para 2017, el sector alcanzó un Producto Interno Bruto nominal de USD 9.960,09 millones y una tasa de crecimiento real de 5,4% frente a 2016, señal de dinamización de la economía y recuperación del

consumo privado. Durante el tercer trimestre de 2018, el PIB del sector comercial alcanzó los USD 2.615,75 millones. En términos reales, esta cifra constituyó un incremento de 0,5% en relación con el primer trimestre de 2018, y un aumento de 2,75% en comparación con el mismo periodo de 2017. Este crecimiento fue superior al de la economía nacional, lo cual resalta el desempeño del comercio dentro del contexto nacional.

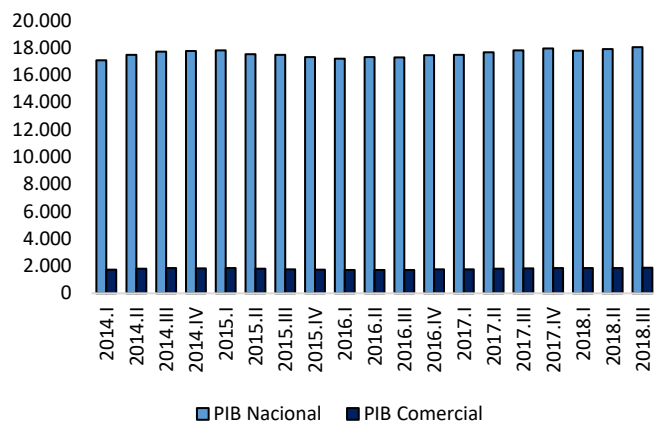


Gráfico 25: Evolución trimestral del PIB real (USD millones).

Fuente: Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** Global Ratings.

Entre 2000 y 2007, el comercio mantuvo una participación de 10,92% dentro del PIB nacional, constituyéndose como el tercer sector con más importancia en la economía del país. Para 2008, el sector representó el 10,94% de la economía, y, a partir de entonces, la participación de este sector dentro del PIB nacional se mantuvo relativamente estable, con una ligera tendencia a la baja. Para 2015, el comercio representó el 10,21% del PIB nacional, y para 2016 esta participación se contrajo a 9,93% del PIB. Al cierre de 2017, la participación del sector comercial dentro del PIB nacional fue de 10,22%. Esto convirtió al comercio en el segundo sector con mayor participación dentro de la economía nacional en el último año, después de la industria manufacturera. Al cierre del tercer trimestre de 2018, el sector comercial se mantuvo como el segundo sector más grande, con una participación de 10,37% dentro del PIB nacional.

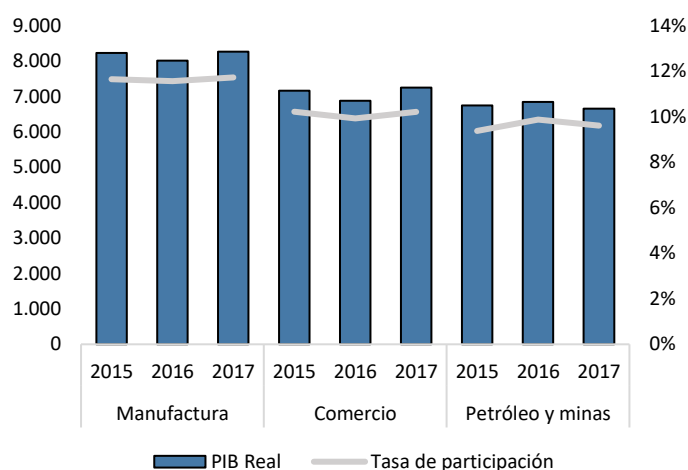


Gráfico 26: Evolución PIB y participación por sector

Fuente: Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** Global Ratings.

Durante el periodo de enero a agosto de 2018, las ventas en el país alcanzaron los USD 95.608 millones, cifra que se acercó al PIB nacional y que superó en un 5,5% a las ventas del mismo periodo de 2017. De este monto, alrededor de USD 43.474,10 en ventas pertenecieron al sector comercial. De acuerdo con un informe de MarketWatch, el comercio al por mayor y menor es la principal actividad económica del país, y afrontó un crecimiento de 9,6% en el periodo de enero a agosto de 2018, en comparación con el mismo periodo de 2017. No obstante, el crecimiento durante 2018 ha sido inferior al crecimiento en 2017, señal de desaceleración y enfriamiento de la economía.

Sin embargo, para noviembre de 2018, el Índice de Confianza del Consumidor, que mide el grado promedio de optimismo del consumidor ecuatoriano, evidenció un incremento mensual de 1,5 puntos, alcanzando un valor de 41,5. Esto representa un incremento de 5,60% frente a noviembre de 2017, y de 3,75% en comparación con octubre de 2018. Esto genera expectativas favorables en cuanto al consumo privado a nivel nacional, y, por lo tanto, para el sector comercial.

Para monitorear el comportamiento de un determinado sector productivo, el INEC utiliza el Índice de Nivel de Actividad Registrada, que indica el desempeño económico-fiscal mensual de los sectores y actividades productivas de la economía nacional. Para esto, se utiliza un indicador estadístico que mide el comportamiento de las ventas corrientes en un mes determinado, comparado con las ventas del mismo mes, pero de un período base (Año 2002=100)1. Para octubre de 2018, el Índice de Nivel de Actividad Registrada del Comercio al por mayor y menor se ubicó en 109,67 puntos, con una variación negativa mensual de 17,27%, pero un incremento anual del 14,87%, respectivamente. Las actividades comerciales son altamente estacionales; no obstante, la serie desestacionalizada revela una tendencia positiva en la actividad del sector comercial durante el último año, tras las perspectivas favorables al cierre de 2017.

¹Metodología INA-R, marzo 2017, extraído de: <http://www.ecuadorencifras.gob.ec/indice-de-nivel-de-la-actividad-registrada/>

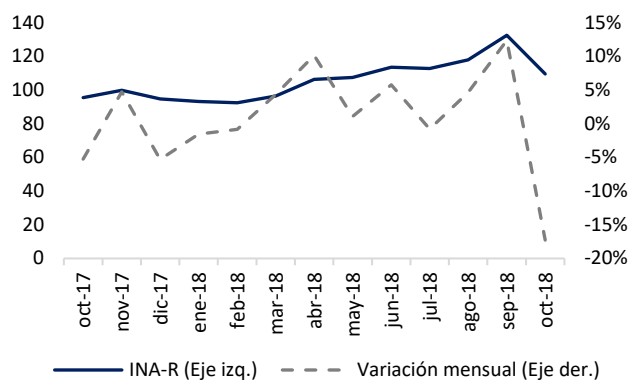


Gráfico 27: INA-R del sector Comercio al por mayor y menor
Fuente: INEC; Elaboración: Global Ratings.

En cuanto al mercado laboral, el último año reflejó estabilidad en el nivel de empleo del sector. El **Índice de Puestos de Trabajo**, que mide el número de personal ocupado, empleados y obreros en las actividades relacionadas con el comercio al por mayor y menor, se ubicó en 88,19 puntos en octubre de 2018. Esto constituye una caída de 2,92% en comparación con el mes de octubre de 2017. La disminución en los puestos de trabajo en el sector en comparación con el último año ocurrió en enero de 2018, cuando los puestos de trabajo disminuyeron en 2,98% frente a diciembre de 2017. No obstante, a pesar de la implementación de nuevas tecnologías de comercialización, existen perspectivas de empleo crecientes en el sector. Esto se vio reflejado en la estabilidad de los puestos de trabajo en el sector entre los meses de febrero a octubre. En un futuro, los puestos de empleo en el sector comercial demandarán capacidades relacionadas con la tecnología, el análisis de grandes bases de datos (*big data*), la inteligencia artificial y el manejo de redes sociales, lo cual se relaciona directamente con el marketing digital y el comercio electrónico.

Por otro lado, el **Índice de Horas de Trabajo**, que mide el número de horas empleadas por el personal en las actividades laborales de comercio al por mayor y menor, se ubicó en 90,34 en el mes de octubre de 2018. Este valor constituye un incremento de 6,33% con respecto al mes de septiembre de 2018, pero es similar al índice de octubre de 2017, lo cual refleja la tendencia estacional. El **Índice de Remuneraciones**, que mide la evolución de las remuneraciones por hora trabajada percibidas por el personal ocupado en las actividades de comercio al por mayor y menor, fue de 99,14 en el mes de octubre de 2018, cifra que se mantuvo estable durante el último año.

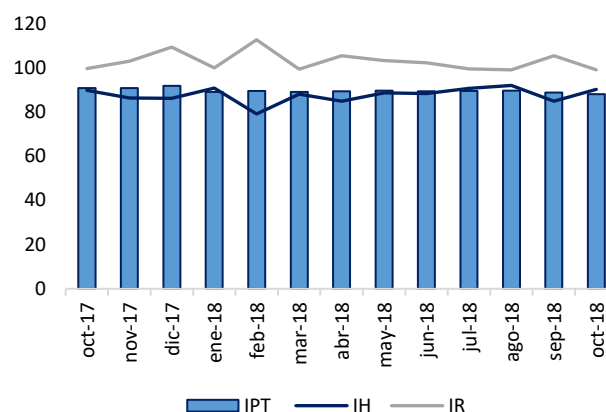


Gráfico 28: Índice de puestos de trabajo, Índice de horas trabajadas e Índice de remuneraciones (comercio al por mayor y menor)
Fuente: INEC; Elaboración: Global Ratings

Para septiembre de 2018, el 18% de la población empleada del país se ocupó el sector comercial. Esto lo mantuvo como el segundo sector con mayor generación de empleo en el país, antecedido únicamente por el sector de la agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca.

SECTOR	SEP-2017	DIC-2017	MAR-2018	JUN-2018	SEP-2018
Agricultura, ganadería, caza y pesca y silvicultura y pesca	26,8%	26,1%	28,3%	29,4%	29,3%
Comercio	19,0%	19,1%	18,0%	18,0%	18,0%
Manufactura	11,0%	11,3%	11,7%	11,1%	10,3%
Construcción	6,4%	6,7%	6,8%	6,5%	6,1%
Enseñanza y servicios sociales y de salud	6,9%	6,8%	6,2%	6,2%	6,8%

Tabla 4: Porcentaje de empleo por sector
Fuente: INEC; Elaboración: Global Ratings

Las compañías dedicadas a las actividades comerciales operaron principalmente en las ciudades de Guayaquil, Quito y Machala, cuyos porcentajes de participación nacional son del 36,2%, 30,6% y 4% respectivamente.

En cuanto al financiamiento del sector, durante el tercer trimestre de 2018, del total de empresas que demandaron crédito, el 18% operó en el sector comercial. El 82% de las empresas dentro del sector comercial que demandaron crédito durante el segundo semestre, lo utilizó para capital de trabajo, mientras que el 6% lo utilizó para inversión y adquisición de activos, el 7% para reestructuración y pago de deudas y el 2% para operaciones de comercio exterior. Del total de empresas dentro del sector comercial, el 17% tuvo problemas para pagar sus deudas durante el tercer trimestre de 2018. Se espera que, para el tercer trimestre de 2018, el 28% de las grandes empresas del sector comercial soliciten un crédito, mientras que las previsiones sugieren que 17% de las pequeñas y medianas empresas dentro de este sector demandarán créditos durante ese mismo periodo.

A noviembre de 2018, el volumen de crédito otorgado por instituciones financieras públicas y privadas a las empresas del sector comercial alcanzó los USD 7.365,01 millones. Esto constituye un incremento de 12,86% con respecto al mismo periodo de 2017. Asimismo, este monto constituye 25,84% del crédito colocado entre

enero y noviembre a nivel nacional. Esta expansión muestra que el sistema financiero confía en una recuperación en el sector del comercio. Además, el compromiso del Gobierno de mantener el esquema de dolarización de la economía también ha sido un causal para que tanto el BIESS como las instituciones financieras incrementen sus operaciones con la finalidad de impulsar al sector.

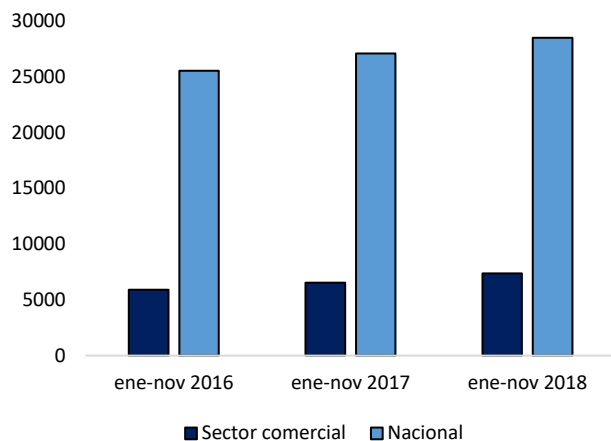


Gráfico 29: Volumen de crédito colocado (millones USD)

Fuente: Superintendencia de Bancos del Ecuador; **Elaboración:** Global Ratings

El análisis de las fuerzas competitivas de la industria comercial refleja que existe un bajo poder de negociación de los proveedores. Esto se debe a que el sector comercial comprende la venta al por mayor y menor de todo tipo de productos y servicios, por lo que existe una gran variedad de oferta a nivel nacional. Por el contrario, el poder de negociación de los compradores es alto, debido a la cantidad de empresas dedicadas a la venta de productos, así como a la disponibilidad de productos sustitutos en el mercado; si el mercado considera que la relación de precio y calidad de un producto no es adecuada, puede recurrir a productos de unidades comerciales competidoras o que oferten productos sustitutos.

Debido a la variedad de productos y servicios que se comercializan, resulta complicado establecer de manera generalizada el grado de amenaza de los sustitutos en el sector. No obstante, es importante señalar que la elasticidad en el sector es alta; es decir, los consumidores tienen un alto grado de reacción en cuanto a la cantidad demandada ante un incremento de los precios. En este sentido, cuando incrementan los precios de productos de segunda necesidad, la cantidad demandada de los mismos disminuye, ya que no son imprescindibles. Cuando incrementan los precios de productos de primera necesidad que se venden al por mayor y menor en el mercado nacional, la población recurre a productos inferiores o a sustitutos que cumplan la misma función, pero representen un costo más bajo.

En cuanto a la amenaza de nuevos participantes, las barreras de entrada al sector comercial son bajas, pero dependen del negocio específico al que se dedique la empresa. Existe un beneficio en términos de economías de escala; muchas veces las empresas que se dedican a la venta al por mayor de un producto determinado,

adquiere los productos de sus proveedores en masa, lo cual puede disminuir los costos en comparación con empresas minoristas que demandan una cantidad de producto inferior. Sin embargo, el tamaño del sector permite un fácil acceso a proveedores y canales de distribución. En general, la inversión inicial no es tan elevada en comparación con otros sectores de la economía; no obstante, depende del tipo de producto o servicio que se comercialice.

Uno de los sectores que se ha podido beneficiar con el cambio de la matriz productiva, impulsado por el gobierno ecuatoriano, es la industria de los electrodomésticos (refrigeradoras, cocinas, lavadoras y secadoras). Se busca equipos eficientes en el uso de la energía y que causen el menor impacto ambiental posible.

El sector ensamblador de electrodomésticos está en proceso de transición, para dejar de ser ensamblador y convertirse en fabricante de productos para el hogar con desarrollo de tecnologías propias. Actualmente, se ensamblan en Ecuador electrodomésticos para marcas internacionales como Whirlpool, Premium y General Electric.²

Se debe considerar, por otro lado, que en la actualidad la comercialización ya no solamente se realiza a través de los canales tradicionales como son tiendas y almacenes, sino que están creciendo dos nuevos tipos de venta, que en particular para los electrodomésticos están teniendo considerables incrementos. Estos nuevos “modelos” de negocios hacen referencia a las ventas directas o por catálogo y las compras online.

El Emisor se encuentra regulado por el Servicio de Rentas Internas, Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social, Municipio de Guayaquil, Servicio Ecuatoriano de Normalización, entre otros, los mismos que se encuentran definidos por diferentes entes gubernamentales, vigilando el cumplimiento de las distintas normas y procesos.

Los principales competidores de ICESA S.A. son: Marcimex, Unicomer de Ecuador (Artefacta), Comandato, Créditos Económicos y La Ganga. La fuerza comercial de ICESA S.A. es la encargada de levantar información de la competencia, la información hace referencia a estudios de precios, promociones, productos y plazas. La participación dentro del mercado por línea de negocio bordea el 16% en casi todas las líneas.

Con lo antes expuesto se da cumplimiento a lo establecido en el Numeral 1, Artículo 20, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, es opinión de Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. que la compañía mantiene una buena participación de mercado, un buen nivel de ingresos por ventas y los índices del sector indican estabilidad.

² <http://www.proecuador.gob.ec/sector6-1/>

La Compañía

La Industria Constructora Electrónica S.A. ICESA S.A., fue constituida el 24 de febrero de 1965 en Ecuador. En 1995 la Organización de Ventas Ecuatoriana ORVE S.A. se fusiona por absorción con ICESA S.A., producto de esta fusión se genera una expansión en el mercado, comercializando una nueva línea, la línea blanca. En el mismo año la empresa aumenta su capital y cambia su nombre a ICESA-ORVE S.A. Finalmente el 1 de enero de 2007 la empresa modifica su denominación nuevamente y adquiere el nombre de ICESA S.A.

Después de cambios en estatutos por fusiones y adquisiciones, actualmente la actividad principal que realiza la compañía es la comercialización y distribución de artículos nacionales e importados para el hogar, electrodomésticos, equipos de sonido, entre otros. ICESA S.A. tiene por objeto social el dedicarse a la compraventa, distribución, representación, importación, manufactura y exportación de todo tipo de accesorios y mobiliario para el hogar, artefactos y accesorios para uso doméstico, sean estos eléctricos o no; ventiladores, acondicionadores de aire, equipos de refrigeración y similares, ropa para hombres, mujeres y niños, lencerías y ropa de casa como manteles, sábanas, cobertores, edredones, toallas y todo tipo de ropa de casa y accesorios, entre otros muchos. Además, está a cargo de la actividad mercantil en general, actuando como comisionistas, intermediaria, mandataria en general y representante de personas naturales o jurídicas, nacionales o extranjeras. ICESA S.A. se encarga de la organización, promoción y realización de toda clase de eventos, tales como cursos, seminarios, conferencias, video conferencias, etc., publica de conformidad con la ley boletines, revistas, informativos, y periódicos sobre asuntos directa o indirectamente concernientes al objeto social de la compañía.

La compañía mantiene diversos canales de distribución de sus productos, como son: Almacenes Japón, Orve Hogar, Samsung Experience Store, Japón motos, entre otros; operando en más de 56 ciudades a nivel nacional.

La misión de ICESA S.A. es: "Somos el retail en comercialización y financiamiento de electrodomésticos, motos y servicios complementarios, que promueve el bienestar de nuestros clientes, empleados, accionistas y sociedad en general, a través de una propuesta de valor diferenciada". Por otro lado, la visión de la compañía es: "En los próximos 5 años, seremos la Segunda opción de compra en retail de electrodomésticos, motos, tecnología, y servicios asociados para facilitar el día a día de nuestros clientes garantizando su fidelización y recomendación".

De la misma manera, los valores que rigen el actuar de la organización son:

- Ética.
- Responsabilidad social.
- Enfoque al cliente.
- Innovación.

- Calidad.
- Compromiso.
- Proactividad.
- Trabajo en equipo.

La compañía está compuesta por cinco accionistas, de los cuales dos son inversiones nacionales. A la fecha del presente informe, la compañía presenta capital suscrito por USD 8.635.822,20, con la siguiente composición accionarial, tomando en cuenta que son acciones ordinarias, nominativas e indivisibles de USD 0,20 cada una:

ACCIONISTAS	NACIONALIDAD	MONTO	PARTICIPACIÓN
Abdrabbo Larach Jorge Alberto	Ecuador	345.433	4.00%
Hokkai Investments PTE. LTD.	Singapur	1.295.373,20	15.00%
Bright Exports Limited	Hong Kong	1.554.448,00	18.00%
May's China Limited	Hong Kong	5.008.776,60	58.00%
Mabel Group -Holding S.A.	Ecuador	431.791,40	5.00%
Total		8.635.822,20	100.00%

Tabla 5: Composición accionarial ICESA S.A.

Fuente: SCVS; **Elaboración:** Global Ratings

En el caso de Mabel Group Holding S.A., mantiene la siguiente composición:

SOCIO	NACIONALIDAD	MONTO	PARTICIPACIÓN
Abdrabbo Larach Roberto Munir	Ecuador	999	99,90%
Abdrabbo Valhubert Tioch Barbara Michelle	Ecuador	1	0,10%
Total		1.000	100%

Tabla 6: Composición accionarial MABEL GROUP HOLDING S.A.

Fuente: SCVS.; **Elaboración:** Global Ratings

En lo que respecta al compromiso de los accionistas, es opinión de Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. que el alto nivel patrimonial de la empresa demuestra dicho compromiso. Además, los accionistas son parte importante de los proveedores de la compañía, lo que hace que estos se interesen en el devenir de ICESA S.A.

Con corte noviembre 2018 ICESA S.A. cuenta con 1.283 trabajadores, a los que la compañía considera de un rendimiento más que satisfactorio en la generalidad de los casos, los mismos que están en diferentes áreas: administrativa y comercial. Cabe mencionar que a la fecha no presenta sindicatos ni comités de empresas que afecten al funcionamiento normal de la compañía:

ÁREAS	NO. EMPLEADOS
Comercial	1.026
Administrativa	257
Total Empleados	1.283

Tabla 12: Número de empleados

Fuente: ICESA S.A.; **Elaboración:** Global Ratings

Según estatutos la administración de la compañía está a cargo de la Junta General de Accionistas, del Presidente o del Gerente General, en su caso, siendo la Junta General de Accionistas la misma autoridad. La representación de la compañía está a cargo del Presidente y del Gerente General, conjunta o separadamente,

quienes la obligaran en todos los actos y contratos en que intervenga. El Presidente Ejecutivo tiene la representación legal, judicial y extrajudicial de la compañía. Un breve organigrama de la compañía se muestra a continuación:

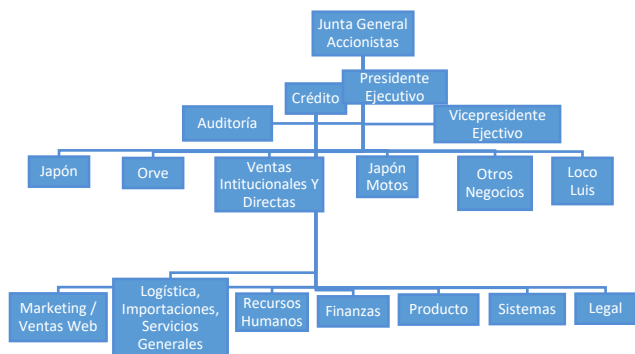


Gráfico 30: Estructura organizacional
Fuente: ICESA S.A.; **Elaboración:** ICESA S.A.

La administración de la empresa ha conformado un equipo de personas, cuyos principales funcionarios poseen amplia experiencia y competencias adecuadas en relación con sus cargos, además, en algunos casos, el tiempo que llevan trabajado para la empresa ha generado una sinergia de trabajo.

NOMBRE	CARGO
Otto Icaza Legarda	Presidente Ejecutivo
Juan Carlos Caizatoa Pérez	Vicepresidente Ejecutivo
Andrés Augusto Osejo Herazo	Vicepresidente Ejecutivo
Patricio Sánchez	Auditoría
Walter Burgos	Japón/ Samsung
Fernando Carrión	Orve Hogar
Pablo Zambrano	Ventas Directas
Santiago Mora	Japón Motos
Jorge Matamoras	Crédito
Ricardo Arellano	Recursos Humanos
Giovanni Merizalde	Sistemas
Ramiro Jácome	Legal

Tabla 7: Principales ejecutivos
Fuente: ICESA S.A.; **Elaboración:** Global Ratings

En cuanto a la referencia de empresas vinculadas, según lo establecido en el Artículo 2, Numeral 3, Sección I, Capítulo I, Título XVIII del Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y Seguros expedidas por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera se detalla las compañías que presentan vinculación representativa en otras compañías, ya sea por accionariado o por administración.

Haciendo referencia a las compañías vinculadas por administración, los administrativos de ICESA S.A., también realizan funciones administrativas en las siguientes compañías:

COMPAÑÍA	VINCULADO	VINCULACIÓN
Darmain S.A.	Caizatoa Pérez Juan Carlos	RL
Ribel S.A.	Abdrabo Larach Jorge Alberto	RL
Interfibra S.A.	Abdrabo Larach Jorge Alberto	RL
Lemantop S.A.	Abdrabo Larach Jorge Alberto	RL
Hiltexpoy S.A.	Abdrabo Larach Jorge Alberto	RL
Hydrosigchos S.A.	Abdrabo Larach Jorge Alberto	RL
Nacasano Holding S.A.	Abdrabo Larach Jorge Alberto	RL

Tabla 13: Vinculación por administración
Fuente: ICESA S.A.; **Elaboración:** Global Ratings

Y en cuanto a la participación accionarial de los accionistas de ICESA S.A. en otras compañías, se indica el siguiente detalle:

NOMBRE	VINCULADO	PARTICIPACIÓN
Ribel S.A.	Abdrabbo Larach Jorge Alberto	70,00%
Interfibra S.A.	Abdrabbo Larach Jorge Alberto	90,00%
Dosmilcorp S.A.	Abdrabbo Larach Jorge Alberto	25,00%
Hiltexpoy S.A.	Abdrabbo Larach Jorge Alberto	92,00%
Hidrosigchos S.A.	Abdrabbo Larach Jorge Alberto	99,87%
Legendmotos S.A.	Abdrabbo Larach Jorge Alberto	10,00%
Balcaosa S.A.	Abdrabbo Larach Jorge Alberto	30,00%
Textiles El Rayo S.A.	Mabel Group Holding S.A.	99,99%
Corpmunab S.A.	Abdrabbo Larach Roberto Munir	95,00%
Nacasano Holding S.A.	Abdrabbo Larach Roberto Munir	99,90%
Proveedora de Servicios Mercantil PROVEAGIL S.A.	Mabel Group Holding S.A.	47,50%
Sunset Trading Importaciones S.A.	Abdrabbo Larach Roberto Munir	50,00%
Superdelivery S.A.	Abdrabbo Larach Roberto Munir	40,58%
Mabel Trading S.A.	Abdrabbo Larach Roberto Munir	98,00%
Cosméticos del Ecuador COSMECMAC S.A.	Abdrabbo Larach Roberto Munir	47,50%
Productos de Latex PRODLATEX S.A.	Abdrabbo Larach Roberto Munir	33,33%
Warenhaus S.A.	Abdrabbo Larach Roberto Munir	69,00%
Corporación ENSAB	Bright Exports Limited	18,00%
Industria Ecuatoriana ENSAMBEC S.A.	Hakkai Investments PTE. LTD. May's China Limited	19,20% 53,79%
E-Check S.A.	Mabel Group Holding S.A.	33,34%
Datu Deli Gourmet Cía. Ltda.	Mabel Group Holding S.A.	50,00%
Cerec Holding Company S.A.	Mabel Group Holding S.A.	25,00%
Valeo Holding S.A.	Mabel Group Holding S.A.	21,00%
Sunrisecorp Ecuador S.A.	Mabel Group Holding S.A.	40,00%

Tabla 8: Vinculación por accionariado
Fuente: ICESA S.A.; **Elaboración:** Global Ratings

ICESA S.A. mantiene capital en otras sociedades como se muestra a continuación:

NOMBRE	PARTICIPACIÓN
Electroquil S.A.	0,05%
Darmain S.A.	99,9%

Tabla 12: Inversiones en otras sociedades
Fuente: ICESA S.A.; **Elaboración:** Global Ratings

Con todo lo expuesto en este acápite, Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. sustenta que se da cumplimiento a la norma estipulada en el Literal e, Numeral 1, Artículo 19 y en los Numerales 3 y 4, Artículo 20, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera respecto del comportamiento de los órganos administrativos. Es opinión de Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. que ICESA S.A. mantiene una adecuada estructura administrativa y gerencial, que se desarrolla a través de adecuados sistemas de administración y planificación, fomentando el desarrollo del capital humano.

BUENAS PRÁCTICAS

A la fecha del presente informe ICESA S.A. no tiene implementadas prácticas de Gobierno Corporativo; sin embargo, la compañía opera en función de su administración, la misma que mantiene reuniones permanentes donde se analiza la situación de la empresa en cuanto a presupuestos, productividad y demás indicadores de relevancia del negocio.

La compañía mantiene constituido un Directorio no estatutario, conformado por 5 vocales, los mismos que mantienen reuniones periódicas mensuales. El Directorio no estatutario se dedica a formular estrategias de la compañía, nuevos negocios y revisión de presupuestos, entre otras funciones.

NOMBRE	CARGO
Otto Icaza	Presidente Ejecutivo ICESA S.A.
Juan Carlos Caizatoa	Vicepresidente Ejecutivo ICESA S.A.
Andrés Osejo	Vicepresidente Ejecutivo ICESA S.A.
Jorge Matamoros	Gerente de crédito y cobranzas ICESA S.A.

Tabla 12: Miembros Directorio

Fuente: ICESA S.A.; Elaboración: Global Ratings

Una implementación reciente de ICESA S.A. fue la creación de un departamento de control interno con el objeto de vigilar a diario a nivel nacional el dinero que ingresa a la compañía, el control de cuadros de caja, la revisión de formas de pago, generar soportes a los almacenes y más acciones de gran significancia para unas excelentes prácticas de gestión y de control.

Con todo lo expuesto en este acápite, Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. sustenta que se da cumplimiento a la norma estipulada en Numeral 4, Artículo 20, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera. Es opinión de Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. que ICESA S.A. mantiene una adecuada administración que permite mantener control y transparencia de la información.

ICESA S.A. cuenta con un código de ética que contiene lineamientos que deben ser cumplidos por todas las personas que conforman la empresa. Dentro de este código las políticas principales son: el comportamiento de los empleados, la gestión del talento humano, la relación con los clientes y proveedores, el comportamiento ante conflictos de interés, la prevención del lavado de activos y financiamiento de delitos y el manejo de la información.

Además del código de ética, la empresa cuenta con políticas de recursos humanos y políticas de prevención del medio ambiente. Las políticas de recursos humanos están relacionadas con la gestión del talento humano, en éstas se establece el proceso de selección del personal, ascensos, promociones y traslados, entre otros. Además, ICESA S.A. cuenta con un reglamento interno de seguridad y salud ocupacional, incluso cuenta con un departamento médico al servicio de los empleados. La política de prevención del medio ambiente por su parte hace referencia sobre todo al adecuado manejo de los desechos orgánicos.

Actualmente, la empresa ha presentado certificados de cumplimiento de obligaciones con el Sistema de Seguridad Social, con el SRI y un certificado del buró de crédito, evidenciando que la compañía se encuentra al día con las instituciones financieras, no registra demandas judiciales por deudas, no registra cartera castigada ni saldos vencidos. Cabe mencionar que a la fecha la compañía no mantiene juicios laborales, evidenciando que bajo un orden de prelación la compañía no tiene compromisos pendientes que podrían afectar los pagos del instrumento en caso de quiebra o liquidación, dando cumplimiento al Literal a, Numeral 1, Artículo 19, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

OPERACIONES Y ESTRATEGIAS

ICESA S.A. se desenvuelve principalmente en el sector de electrodomésticos, actualmente cuenta como principales líneas de negocio y los diferentes productos ofertados a los siguientes:

LÍNEA DE NEGOCIO	PRODUCTOS
Almacenes Japón	Tienda de equipos de electrónica y productos de línea blanca, equipos de computación y comunicación, motocicletas, muebles y máquinas para hacer ejercicio, entre otros. La compañía ha querido diferenciar a Japón de Orve Hogar dándole a Japón un enfoque más tecnológico.
Orve Hogar	Cuenta con una gran variedad de productos para el hogar, ofrece facilidad de pago como crédito directo. En el portafolio de productos de Orve Hogar también se pueden encontrar

LÍNEA DE NEGOCIO	PRODUCTOS
	equipos de electrónica, accesorios para la salud, motocicletas, máquinas para hacer ejercicio, entre otros.
Samsung	ICESA S.A. adecuó la Segunda Samsung Experience Store del país. Actualmente la marca cuenta con 10 tiendas en el país.
Japón Tech	Es una marca multi-tienda especializada en productos novedosos de última tecnología.
Japón Motos	Comercializa motos y accesorios. El inventario es producido por Ensambladora MOTOENSAB S.A.
Loco Luis	Pretende la venta de inventario de poca rotación o productos que han sido recuperados de los clientes cuyo crédito no fue cancelado.

Tabla 9: Líneas de negocio

Fuente: ICESA S.A.; Elaboración: Global Ratings

ICESA S.A. no cuenta con una clasificación de los principales clientes debido a que la totalidad de las ventas son realizadas a través de los locales comerciales, que se realizan directamente al consumidor final.

Los principales competidores de ICESA S.A. son: Marcimex, Unicomer de Ecuador (Artefacta), Comandato, Créditos Económicos y La Ganga. La fuerza comercial de ICESA S.A. es la encargada de levantar información de la competencia, la información hace referencia a estudios de precios, promociones, productos y plazas. La participación dentro del mercado por línea de negocio bordea el 16% en casi todas las líneas.

Los factores diferenciadores frente a la competencia han sido una mayor penetración y cobertura en las diferentes provincias y ciudades de la capital; pero con un menor volumen poblacional. Del mismo modo, mantiene su insignia característica en el enfoque agresivo del otorgamiento de financiamiento directo al consumidor.

Al ser negocios retail que comercializan el mismo tipo de productos, las diferencias competitivas se sustentan en la atención al cliente, agilidad en los procesos crediticios y el servicio posventa. Es importante mencionar que varias de las compañías participantes en el segmento de ventas al por menor, también cuentan con una línea de ventas al mayoreo, lo cual influye en una medida considerable en los resultados financieros. En lo que respecta a ICESA S.A. se enfoca exclusivamente en el comercio al por menor, de manera que llega directamente con sus productos al consumidor final.

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 con los márgenes y contribución esperados.

ICESA S.A. 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 como, mantiene un crédito promedio de 60 a 90 días y con los proveedores de las cocinas de inducción, el plazo se extiende hasta 150 días en concordancia a las condiciones de cobro de este segmento.

PROVEEDORES
Samsung
HP
Panasonic
Whirlpool del Ecuador S.A.
ENSAMBEC S.A.
LG
Haceb del Ecuador S.A.
Corpmunab Cía. Ltda.
Electrolux C.A.
Mabe Ecuador S.A.
Sony- Inter- American S.A.
Induglob S.A.

Tabla 10: Principales proveedores

Fuente: ICESA S.A.; **Elaboración:** Global Ratings

Durante el año 2014 invirtió alrededor de USD 4,6 millones con el objeto de ampliar su infraestructura y expandir su línea de locales retail. Previamente, la compañía incursionó en la comercialización de motocicletas por lo que en el año 2013 crearon "Ensambladora MOTOENSAB S.A.", empresa ensambladora de motocicletas, la capacidad de la empresa le permite producir 12.000 motos anuales. Las unidades producidas por "Ensambladora MOTOENSAB S.A." son vendidas a ICESA S.A., que se encarga de la comercialización en los puntos de venta que maneja.

ICESA S.A. mantiene políticas claras y eficientes sobre cuentas por pagar a proveedores, así como políticas para la liquidación de cuentas por cobrar de clientes.

A continuación, se muestra la antigüedad de la cartera de la compañía, con un detalle de las cuentas por cobrar comerciales más importantes que mantiene ICESA S.A. a julio 2018.

CARTERA	MONTO (USD)	PARTICIPACIÓN
Cartera originada Bco. Pichincha	6.751.893	20,67%
Cartera Propia E10MM	6.450.108	19,74%
Financiamiento Gobierno	5.029.756	15,40%
Cartera propia ICESA	4.558.628	13,95%
Tarjetas de Crédito	4.000.310	12,24%
Cartera Propia - Devuelta por el Banco	2.880.419	8,82%
CXC Servicio Motos	1.882.381	5,76%
Cientes Ventas Administrativas	683.829	2,09%
Fondo garantía 2 % financiamiento Gobierno	170.115	0,52%
Servicio Cesantía Policía Nacional	97.393	0,30%
Cartera Propia Financiada	82.762	0,25%
Crédito ISSPOL	64.076	0,20%
Cartera Vendida a Recover y ARS	31.548	0,10%
Faltantes de Cajas de Recaudación	23.562	0,07%
Cheques Protestados	2.499	0,01%
Carpetas de Crédito - Unibanco	-38.249	-0,12%
Total Clientes	32.671.031	100,00%

Tabla 11: Antigüedad de la cartera

Fuente: ICESA S.A.; **Elaboración:** Global Ratings

Parte de la concentración de la cartera está en las cuentas por cobrar al Gobierno por el programa de cocinas de inducción impulsado por el Gobierno. Las estrategias de ICESA S.A. están relacionadas al crecimiento y consecuentemente con un mayor posicionamiento en el mercado nacional. Para esto ICESA S.A. ha establecido diferentes estrategias agrupándolas en el corto y mediano plazo. Las estrategias de corto plazo son: maximizar la rentabilidad de la operación conjunta, hacer campañas y planes de marketing para lograr un diferenciamiento de las marcas Japón y Orve Hogar; mejorar el mix de productos de acuerdo con la segmentación de tiendas; alinear el layout de las tiendas de acuerdo con sus ventas; entre otras.

Las estrategias a mediano plazo son: optimizar los costos de operación, lo cual se logrará con las negociaciones con proveedores por la compra de inventario en relaciones a largo plazo y selección de inventario adquirido que les brinde márgenes convenientes para el negocio. Para lo que están renegociando el valor de las facturas de proveedores varios con el fin de reducir estos gastos y lograr altos estándares de servicio.

Además, ICESA S.A. cuenta con varias iniciativas estratégicas, que se dividen en diferentes áreas de la compañía como son: recursos, procesos, clientes y financiero. A continuación, se muestra una tabla con las estrategias principales para cada área:

ÁREA	ESTRATEGIAS
Resultados	<ul style="list-style-type: none"> Confiabilidad Seguridad Incrementar la rentabilidad Incrementar la responsabilidad social
	<ul style="list-style-type: none"> Mejorar la calidad de vida Calidad Incrementar satisfacción del cliente
	<ul style="list-style-type: none"> Incrementar la eficiencia organizacional
	<ul style="list-style-type: none"> Optimizar la infraestructura física y tecnológica
Recursos	<ul style="list-style-type: none"> Incrementar el desarrollo del Talento Humano Implementar un mecanismo de comunicación interna efectivo con una intranet.

Tabla 12: Estrategias por áreas

Fuente: ICESA S.A.; Elaboración: Global Ratings

Todas estas estrategias están relacionadas por ejes transversales que se enfocan en ser la Segunda opción de compra, facilitar el día a día, procesos ágiles y una adecuada optimización de recursos.

Por otro lado, el análisis FODA es una herramienta que permite visualizar la situación actual de la compañía, evidenciando los aspectos más relevantes, tanto positivos como negativos, así como factores externos e internos, de acuerdo con su origen.

FORTALEZAS	DEBILIDADES
<ul style="list-style-type: none"> Fuerte posicionamiento de marcas en mercado de retail. Distribución exclusiva de marcas. Productos con altos estándares de calidad. Precios competitivos. Amplia cobertura nacional. Canales de distribución integrados, la empresa llega hasta el consumidor final. 	<ul style="list-style-type: none"> Márgenes de rentabilidad sensibles a políticas restrictivas de importaciones No posee lineamientos de Gobierno Corporativo.

OPORTUNIDADES	AMENAZAS
<ul style="list-style-type: none"> Expansión de tiendas exclusivas a nivel nacional. Potencialización de puntos logísticos. Expansión hacia mercados internacionales. Nuevos canales de distribución. 	<ul style="list-style-type: none"> Política arancelaria y fiscal del país es volátil. Medidas proteccionistas para importación por parte del Gobierno Nacional. Industria sensible a la capacidad adquisitiva del consumidor final.

Tabla 13: FODA

Fuente: ICESA S.A.; Elaboración: Global Ratings

Con lo antes expuesto se da cumplimiento a lo establecido en el Numeral 2, Artículo 20, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera., es opinión de Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. que ICESA S.A. mantiene un adecuado manejo de operaciones y estrategias, con un portafolio de proveedores con los que ha mantenido relaciones de largo plazo, además mantienen gran participación en el mercado nacional en el sector de electrodomésticos.

HECHOS RELEVANTES

- Con fecha 28 de diciembre de 2016, la compañía TULIP ELECTRONICS MANAGEMENT C.V. transfiere 7.772.240 de acciones ordinarias y nominativas de USD 0,20 de valor nominal cada una, pagadas en su totalidad, de su propiedad en el capital de la compañía ICESA S.A., a favor de la compañía BRIGHT EXPORTS LIMITED, por un monto de USD 1.554.448.
- Con fecha 28 de diciembre de 2016, la compañía TULIP ELECTRONICS MANAGEMENT C.V. transfiere 23.748.509 acciones ordinarias y nominativas de USD 0,20 de valor nominal cada una, pagadas en su totalidad, de su propiedad en el capital de la compañía ICESA S.A. a favor del señor SUNIL KUMAR RAMCHANDANI, por un monto de USD 4.749.701,80.
- Con fecha 28 de diciembre de 2016, la compañía TULIP ELECTRONICS MANAGEMENT C.V. transfiere 7.772.240 acciones ordinarias y nominativas de USD 0,20 de valor nominal cada una, pagadas en su totalidad, de su propiedad en el capital de la compañía ICESA S.A. a favor de la compañía MAY'S CHINA LIMITED, por un monto de USD 1.554.448.
- Con fecha 10 de julio de 2017, el señor ROBERTO MUNIR ABEDRABBO LARACH transfiere 2.158.957 acciones ordinarias y nominativas de USD 0,20, pagadas en su totalidad, de su propiedad en el capital de la compañía ICESA S.A., a favor de la compañía MABEL GROUP – HOLDING S.A., por un monto nominal de USD 431.791,40.
- Posteriormente, el señor SUNIL KUMAR RAMCHANDANI transfiere 6.476.866 acciones ordinarias y nominativas de USD 0,20, pagadas en su totalidad, de su propiedad en el capital de la compañía ICESA S.A., a favor de la compañía HOKKAI INVESTMENTS PTE. LTD., por un monto de USD 1.295.373,20.
- Con fecha 2 de mayo de 2018, la Junta General Extraordinaria de Accionistas de la compañía nombró como Presidente Ejecutivo al señor Otto Xavier Icaza Legarda.

PRESENCIA BURSÁTIL

A la fecha del presente informe, ICESA S.A. mantiene vigente la Segunda y Segunda Emisión de Obligaciones ICESA S.A. Según el siguiente detalle:

INSTRUMENTO	AÑO	APROBACIÓN	MONTO USD	ESTADO
Primera Titularización de Flujos ICESA S.A.	2013	SC.IMV.DJM.V. DAYRG. G12.0008194	8.000.000	Cancelado
Primera Emisión de Obligaciones ICESA S.A.	2017	SCVS.INMV. DNAR.17. 1474	8.000.000	Vigente
Segunda Emisión de Obligaciones ICESA S.A.	2018	SCVS.IRQ.DRMV.SAR.20 18.00001948	10.000.000	Vigente

Tabla 14: Presencia bursátil ICESA S.A.

Fuente: SCVS; **Elaboración:** Global Ratings

Con los datos expuestos se evidencia la liquidez que han presentado los instrumentos que ha mantenido ICESA S.A., en circulación en el Mercado de Valores.

EMISIÓN	DÍAS BURSÁTILES	NÚMERO DE TRANSACCIONES	MONTO COLOCADO
Primera Titularización de Flujos ICESA S.A.	48	20	8.000.000
Primera Emisión de Obligaciones ICESA S.A.	7	19	8.000.000
Segunda Emisión de Obligaciones ICESA S.A.	78	45	10.000.000

Tabla 15: Liquidez de presencia bursátil

Fuente: SCVS; **Elaboración:** Global Ratings

En función de lo antes mencionado, Global Ratings del Ecuador Calificadora de Riesgos S.A., opina que se observa consistencia en la presencia bursátil dando cumplimiento a lo estipulado en el Literal f, Numeral 1, Artículo 19, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II y en el Numeral 5, Artículo 20, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

RIESGOS Y DEBILIDADES ASOCIADOS AL NEGOCIO

Según el Literal g, Numeral 1, Artículo 19, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera., Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. identifica como riesgos previsibles en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables, los siguientes:

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

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

Según el Literal i, Numeral 1, Artículo 19, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera., Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. identifica como riesgos previsibles de los activos que respaldan la emisión y su capacidad para ser liquidados los siguientes:

Se debe establecer que los activos que respaldan la Emisión de Obligaciones son: inventarios, por lo que los riesgos asociados podrían ser:

- Afectaciones causadas por factores como catástrofes naturales, robos e incendios en los cuales los activos se pueden ver afectados, total o parcialmente, lo que generaría pérdidas económicas a la compañía. El riesgo se mitiga con una póliza de seguros que mantiene sobre los activos.
- Al ser el 32,63% de los activos, correspondientes a inventarios, existe el riesgo que éstos sufran daños, por mal manejo, por obsolescencia o pérdidas, lo que provocaría que la compañía pierda ventas por falta de existencias. La empresa mitiga el riesgo a través de un control permanente de inventarios y controles de calidad de los productos al ingresar a la compañía, evitando de esta forma pérdidas o daños.

Según lo establecido en el Literal e, Numeral 3, Artículo 20, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones

Análisis Financiero

El informe de calificación se realizó con base a los Estados Financieros 2015 y 2016 auditados por KPMG y 2017 auditados por UHY Assurance & Services Cía. Ltda. Además, se analizaron los Estados Financieros no auditados al 30 de noviembre de 2017 y 2018.

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

Se debe indicar que dentro de las cuentas por cobrar que mantiene ICESA S.A., se registran cuentas por cobrar compañías relacionadas por USD 3.402, por lo que los riesgos asociados podrían ser:

- Las cuentas por cobrar compañías relacionadas no son representativas sobre el total de los activos que respaldan la Emisión ni sobre los activos totales. Por lo que su efecto sobre el respaldo del proceso de Emisión de Obligaciones no es representativo, si alguna de las compañías relacionadas llegara a incumplir con sus obligaciones ya sea por motivos internos de las empresas o por motivos exógenos atribuibles a escenarios económicos adversos. La compañía mantiene adecuadamente documentadas estas obligaciones y un estrecho seguimiento sobre los flujos de las empresas relacionadas.

CUENTAS	2015	2016	NOVIEMBRE 2017	2017	NOVIEMBRE 2018
Activo	76.982	93.570	96.218	88.060	112.918
Activo corriente	50.287	63.935	72.843	54.174	89.163
Activo no corriente	26.695	29.635	23.376	33.887	23.755
Pasivo	57.801	69.280	76.351	66.679	88.811
Pasivo corriente	50.587	54.434	42.484	52.874	50.941
Pasivo no corriente	7.214	14.847	33.867	13.805	37.870
Patrimonio	19.181	24.289	19.867	21.382	24.107
Capital Social	8.636	8.636	8.636	8.636	8.636
Ventas	137.483	145.134	127.904	150.163	144.928
Costo de ventas	87.166	90.519	87.616	99.063	99.161
Utilidad neta	2.646	1.028	(4.422)	(2.903)	2.885

Tabla 16: Principales cuentas (miles USD)

Fuente: Estados Financieros Auditados 2015- 2017 e internos noviembre 2017 y noviembre 2018; Elaboración: Global Ratings

ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES

Ventas y Costo de Ventas

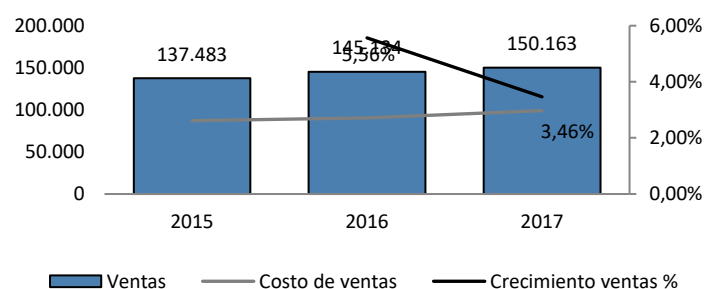


Gráfico 31: Evolución ventas y costos (miles USD)

Fuente: Estados Financieros Auditados 2015- 2017; Elaboración: Global Ratings

Las ventas presentaron una tendencia creciente durante el periodo de estudio (2015- 2017) presentando un incremento del orden del 9,22% en el periodo señalado. Por otra parte, el costo de ventas se ha mantenido constante alrededor del 63% de participación sobre las ventas (2015- 2016). Estos datos demuestran estabilidad en ese rubro, lo que explica que el margen bruto haya pasado de USD 50,32 millones el 2015 a USD 54,61 millones el 2016, y que se haya mantenido. Para 2017 se evidencia un menor crecimiento en las ventas, del orden del 3,46% y un incremento en la participación del costo de ventas alcanzando un 65,97% con relación a las ventas, fruto de descuentos que afectaron el margen bruto y a la menor venta de productos de inducción.

Al 31 de diciembre de 2016 los ingresos incluyeron USD 43,89 millones que corresponden a ventas a crédito, las mismas que

representaron el 31% del total de ventas anuales. Al 2015, las ventas a crédito sumaron USD 70,44 millones que equivale al 51% del total de ventas. Además, se fortaleció la venta de productos de inducción con financiamiento del Gobierno, el cual ascendió a USD 58,86 millones, que representaron el 41% del total de las ventas anuales.

Como se pudo evidenciar durante el año 2016 se alcanzó la mayor tasa de crecimiento durante el periodo de estudio, coherente con la actividad comercial fruto de la liquidez presente en la economía nacional. El año 2015 se vio influenciado por la implementación de medidas arancelarias a las importaciones y por el fomento a la comercialización de productos de inducción (cambio de la matriz productiva).

Las medidas proteccionistas influenciaron en el precio de adquisición del inventario, la compañía transfirió el costo al consumidor final (la comercialización en unidades disminuyó).

Por su parte, la venta de cocinas de inducción al ser una medida propiciada por el Gobierno favoreció el desarrollo de la compañía.

El mix de ventas por línea de negocios evidencia los cambios que se han dado durante los últimos años:

LÍNEA DE NEGOCIO	2015	2016	2017	NOV-18
Tecnología	51,00%	31,00%	35,00%	47,48%
Blanca	26,22%	59,00%	50,00%	34,01%
Vehículos	13,00%	5,00%	7,00%	6,99%
Servicios	9,78%	5,00%	8,00%	11,52%

Tabla 17: Composición ventas por línea de negocios 2015- nov 2018 (%)
Fuente: ICESA S.A.; Elaboración: Global Ratings

En el periodo 2015- 2016 la línea de tecnología cede su participación a la línea blanca, fundamentada en la venta creciente de productos de inducción. Durante el 2016 se evidenció un crecimiento del 5,56% influenciado principalmente por la ya comentada demanda de productos de inducción (40% del total de las ventas).

El año 2017 se caracterizó por la incertidumbre derivada del posicionamiento del nuevo Gobierno. Es así como la línea blanca perdió fuerza (productos de inducción representaron el 23% del total de las ventas). A pesar de la reducción progresiva de las tasas arancelarias, se evidenció el crecimiento más bajo durante el periodo de estudio (3,46% hasta diciembre 2017).

La comparación interanual entre noviembre 2017 y noviembre 2018 muestra un incremento del 13,31% en ventas, alcanzando la suma de USD 144,93 millones. La línea de inducción continúa perdiendo participación sobre las ventas representando el 6% del total de ingresos. Para noviembre 2018 la línea de tecnología aumenta su participación sobre las ventas totales, fundamentado en un efecto estacional por ser año del mundial.

Resultados

La evolución del gasto operativo es creciente en términos monetarios, coherente con el incremento de las ventas; sin embargo, mantuvo un comportamiento variable en términos porcentuales, ya que al cierre del año 2016 representó el 35% del

El crédito directo ofrecido a clientes y las tarjetas de crédito conforman más de las dos terceras partes del financiamiento de ICESA S.A. a sus clientes.

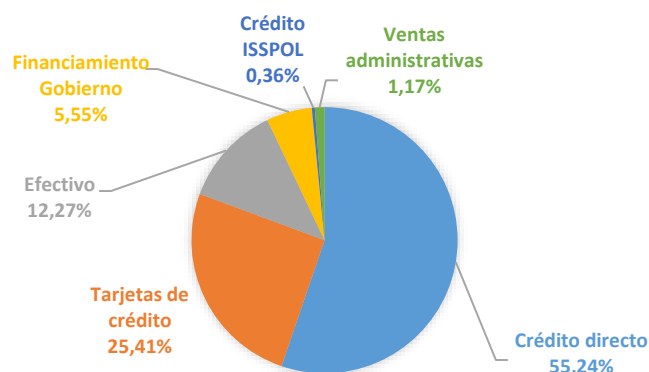


Gráfico 32: Financiamiento (%) a noviembre 2018
Fuente: ICESA S.A.; Elaboración: Global Ratings

De acuerdo con la realidad del 2017, la compañía estableció políticas de descuentos con el fin de mantener el volumen en ventas. Si bien esta política permitió que se mantenga el nivel de ventas, el margen bruto se vio directamente afectado, ya que el porcentaje del costo de ventas respecto de las ventas se incrementó producto de estos descuentos. Adicionalmente, la menor venta de productos de inducción afectó directamente a la participación del costo de ventas, ya que estos fueron los productos que mayor margen proporcionaron.

El costo de ventas interanual de noviembre 2017 y noviembre 2018 presentó un crecimiento del 13,18%, llegando a los USD 99,16 millones, alcanzando 68,42% de las ventas, inferior al costo de ventas registrado a noviembre de 2017, que llegó a 68,50%. El costo de ventas sube frente al histórico debido a la disminución en la venta de cocinas de inducción, producto que tiene el mejor margen de contribución de las líneas de negocio.

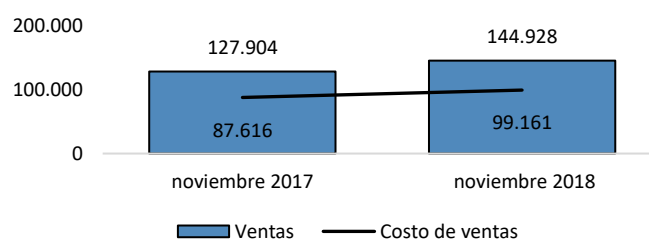


Gráfico 33: Comparativo ventas y costos (miles USD)
Fuente: Estados Financieros internos nov. 2017 y nov 2018; Elaboración: Global Ratings

total de las ventas, llegando a los USD 51,43 millones, un 11,85% más que el cierre del año 2015 que llegó a los USD 45,99 millones. La mayor parte del incremento de los gastos operativos corresponde a la pérdida en venta de cartera que se incrementó en más de USD

2 millones entre el año 2015 y el año 2016. Para 2017 se presentan gastos operativos semejantes a los del año anterior, lo que aunado a un margen bruto inferior produjo una pérdida operativa de USD 493 mil.

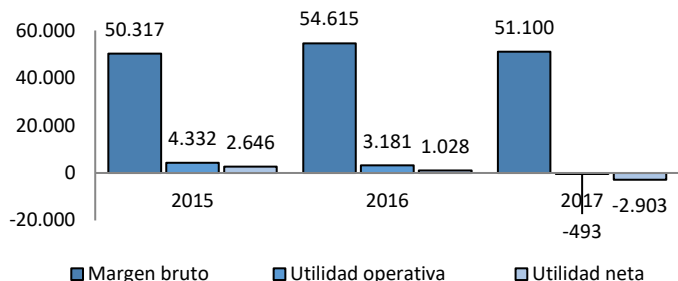


Gráfico 34: Evolución utilidad (miles USD)

Fuente: Estados Financieros Auditados 2015- 2017; Elaboración: Global Ratings

El margen bruto de acuerdo con el análisis interanual y producto del aumento en ventas y a la presencia de un menor costo de ventas pasó de USD 40,28 millones a USD 45,77 millones a noviembre 2018.

La disminución del 18,45% en gastos de operación en el periodo interanual fue fruto de diferencia en la agrupación de las cuentas; durante 2017 se contabiliza la venta de cartera como un gasto operativo, mientras que para 2018 se contabilizó como un gasto no

operacional como pérdida de cartera, junto al mencionado incremento del margen bruto dando como resultado que la utilidad operativa pase de una pérdida de USD 1,98 millones en noviembre 2017 a presentar utilidad operativa por USD 11,92 millones en noviembre 2018.

En cuanto a los gastos financieros, éstos se mantienen en niveles cercanos al 3,5% de las ventas durante el periodo de análisis. A esto se agregan otros ingresos operacionales, provenientes de publicidad atribuible a las negociaciones con proveedores para publicitar las diferentes marcas dentro de sus locales comerciales, para 2017 este rubro alcanza los USD 3,63 millones.

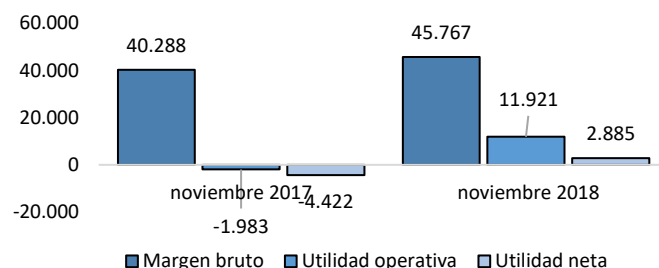


Gráfico 35: Comparativo utilidad (miles USD)

Fuente: Estados Financieros internos nov 2017 y nov 2018; Elaboración: Global Ratings

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA

Activos

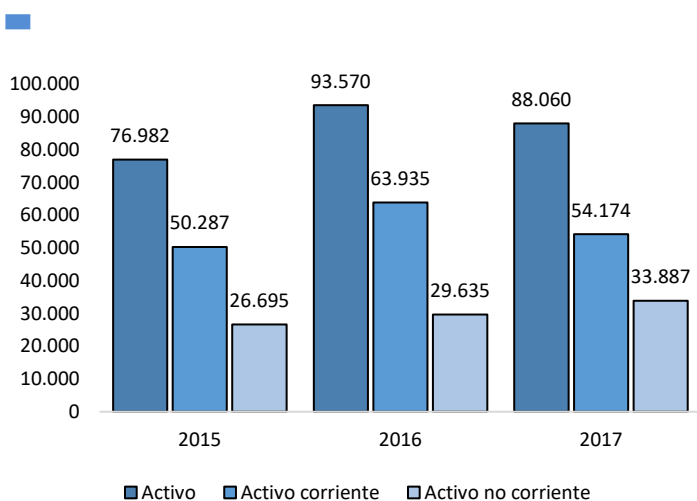


Gráfico 36: Evolución activos (miles USD)

Fuente: Estados Financieros Auditados 2015- 2017; Elaboración: Global Ratings

El activo ha aumentado constantemente presentando una variación del 22% entre 2015 y 2016, superando así los USD 93 millones al cierre del año 2016. Este aumento en el activo total fue fruto de un incremento del 27% en el activo corriente, el cual, representó el 68% del activo total en 2016.

El mencionado incremento en el activo corriente fue fruto principalmente del aumento de las cuentas por cobrar comerciales, que pasaron de USD 16,7 millones a USD 23,13 millones y de los inventarios que pasaron de USD 19,9 millones a USD 27,8 millones en 2016.

Para 2017 el activo total se reduce USD 5,51 millones fruto de menores cuentas por cobrar comerciales. Adicionalmente existe una disminución en inventarios del orden del 15,45% coherente con la mayor rotación registrada durante este año.

En cuanto a la política con bancos, la compañía mantiene acuerdos con bancos para la venta de cartera, y en contrapartida se compromete a mantener inversiones como mecanismo de colateral. Al vender más cartera a diciembre 2017, ha sido necesario mantener mayores inversiones temporales. Las cuentas más representativas del activo corriente son los inventarios (participación del 26,69% sobre el total de activos) y cuentas por cobrar comerciales (participación del 20,46% sobre los activos totales).

Las cuentas por cobrar comerciales mantienen un comportamiento coherente con la evolución del negocio, es decir, han mantenido un comportamiento creciente en función del ya señalado incremento

en ventas y su consecuente incremento del crédito concedido a los clientes.

A partir del año 2015, se evidencia un incremento pronunciado en las cuentas por cobrar comerciales conforme las ventas de cocinas de inducción se han ido incrementando. Durante ese año la compañía estableció un contrato con el Ministerio de Electricidad y Energía Renovable para la venta de productos de inducción, representando la cartera relacionada a este concepto alrededor del 52% del saldo total de deudores comerciales.

La política de cobro acordada con el ministerio considera el pago a través de TBC's (Títulos del Banco Central), cuyo plazo de negociación es de 360 días. Para 2015, el saldo por cobrar fue de USD 3,8 millones y para el 2016, el saldo mostró poca variación.

Con el fin de administrar el riesgo de crédito, la compañía mantiene la siguiente estrategia:

- Durante el 2013, se estableció un contrato de compra-venta con el Banco Pichincha S.A. y Banco Solidario S.A., por el cual las partes acuerdan la venta de cartera previo el cumplimiento de ciertos parámetros establecidos por el banco. El plazo de los contratos es de 5 años y se mantiene vigente mientras existan obligaciones vendidas que no hubieren sido canceladas o que las partes se encuentren en proceso de negociación de cartera.
- Como parte de los contratos, se estableció constituir un fondo de garantía, para cubrir eventuales incumplimientos de los deudores. Las cuentas por cobrar vencidas a más de 120 días serán devueltas a ICESA S.A., reduciendo el fondo en igual proporción.
- Para 2017 la cartera vendida mediante estos convenios ascendió a USD 74,9 millones (USD 69,5 millones en 2016). Mediante esta estrategia la compañía logra efectivizar anticipadamente sus saldos por cobrar, favoreciendo su posición de liquidez.

Entre 2015 y 2016 existe una disminución de USD 5,53 millones en el rubro valores en tesorería; el grupo recibió a finales de 2015, Títulos del Banco Central del Ecuador – TBC, como parte de pago efectuado por el Ministerio de Electricidad y Energía Renovable por la venta de los productos de inducción, el plazo de dichos títulos fue 360 días. El grupo recibió pagos a través de este mecanismo hasta mayo 2016, mismos que se utilizaron para pago de impuestos del año y luego fueron negociados a través de la Bolsa de Valores de Quito con un descuento en el primer trimestre del 2016, por lo que al 31 de diciembre de 2016 no mantienen TBC's vigentes.

Así también, existe una reducción de USD 2 millones en inversiones temporales, coherente con la cancelación de inversiones temporales mantenidas hasta su vencimiento: Banco del Austro S.A. USD 1 millón, Banco Internacional S.A. USD 614 mil y Banco Guayaquil S.A. USD 383 mil.

Con corte noviembre 2018, las cuentas por cobrar comerciales tenían la siguiente composición:

CARTERA	MONTO	PARTICIPACIÓN
Cartera originada Bco. Pichincha	6.751.893	20,67%
Cartera Propia E10MM	6.450.108	19,74%
Financiamiento Gobierno	5.029.756	15,40%
Cartera propia ICESA	4.558.628	13,95%
Tarjetas de Crédito	4.000.310	12,24%
Cartera Propia - Devuelta por el Banco	2.880.419	8,82%
CXC Servicio Motos	1.882.381	5,76%
Cientes Ventas Administrativas	683.829	2,09%
Fondo garantía 2 % financiamiento Gobierno	170.115	0,52%
Servicio Cesantía Policía Nacional	97.393	0,30%
Cartera Propia Financiada	82.762	0,25%
Crédito ISSPOL	64.076	0,20%
Cartera Vendida a Recover y ARS	31.548	0,10%
Faltantes de Cajas de Recaudación	23.562	0,07%
Cheques Protestados	2.499	0,01%
Carpetas de Crédito - Unibanco	-38.249	-0,12%
Total Clientes	32.671.031	100,00%

Tabla 18: Composición cuentas por cobrar comerciales noviembre 2018 (USD)

Fuente: ICESA S.A.; Elaboración: Global Ratings

CUENTAS POR COBRAR	PARTICIPACIÓN %
Corriente	57,46%
Vencido	42,54%
1 a 30 días	14,88%
31 a 60 días	2,95%
61 a 90 días	1,49%
>90 días	23,22%
Total	100,00%

Tabla 19: Antigüedad noviembre 2018 (USD)

Fuente: ICESA S.A.; Elaboración: Global Ratings

Se estima que los montos en mora por más de 30 días son totalmente recuperables sobre la base del comportamiento de cobro histórico y los análisis del riesgo de crédito de sus clientes. Cabe destacar que a la fecha del presente informe la compañía mantiene USD 3.402 por concepto de cuentas por cobrar relacionadas, correspondientes a Darmain S.A. rubro marginal dentro del balance.

Para el movimiento de los inventarios hay que tomar en cuenta que el negocio de ICESA S.A. es claramente estacional, siendo los meses de mayo (Día de la Madre), noviembre (Black Friday) y diciembre (Navidad), los meses de mayor actividad comercial.

La cuenta inventarios presentó una participación del 26,69% sobre el activo total al cierre del año 2017 y del 32,63% a noviembre de 2018.

Los inventarios crecen en un 39,62% el 2016, llegando a los USD 27,80 millones, compuestos en su mayor parte por mercancía disponible para la venta (USD 23,38 millones) e inventarios en tránsito (USD 4,43 millones), lo que se explica por la desaceleración de las ventas, lo que provocó un ciclo mayor de rotación de los inventarios. La tendencia mejora para diciembre 2017; ante un incremento marginal en las ventas y niveles inferiores de existencias. Los inventarios en diciembre 2017 llegan a USD 23,51 millones con una reducción del 15,45% respecto diciembre de 2016. Los días de inventario disminuyen hasta niveles inferiores a los registrados durante el año 2016, llegando a 85 días. Para noviembre 2018 existe un incremento del orden del 57% frente a diciembre 2017, coherente con el provisionamiento de existencias para navidad, los días de inventario ascienden a 123, por encima de los valores mantenidos durante 2016.

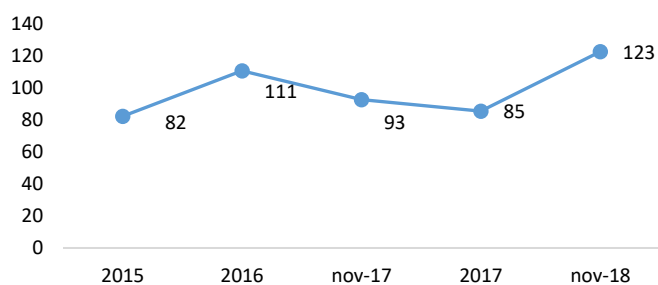


Gráfico 37: Días de inventarios

Fuente: Estados Financieros Auditados 2015- 2017 e internos nov. 2017 y nov. 2018; Elaboración: Global Ratings

El activo no corriente representó el 32% del activo total, llegando a los USD 29,63 millones al cierre del año 2016, un 11% más que el año 2015, el aumento obedece a revalorización de las propiedades de la empresa que pasaron de USD 12,25 millones a USD 20,90 millones.

La disminución entre el año 2016 y 2017 en propiedad, planta y equipos, se origina debido a que ICESA S.A., aportó a título de fideicomiso mercantil de manera irrevocable el derecho de dominio sobre el inmueble (edificio y terreno) ubicado en la Avenida Naciones Unidas y Amazonas, dicho inmueble se contabiliza en el fideicomiso por el valor de USD 3,5 millones.

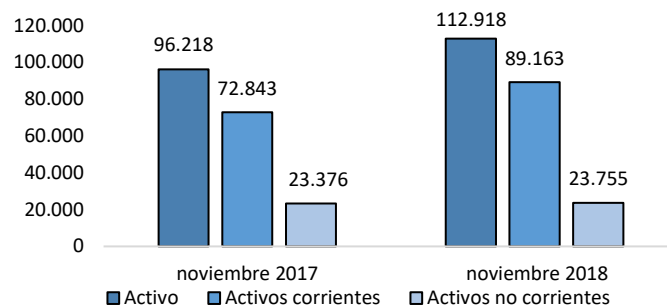


Gráfico 38: Comparativo activo (miles USD)

Fuente: Estados Financieros internos nov. 2017 y nov. 2018; Elaboración: Global Ratings

Pasivos

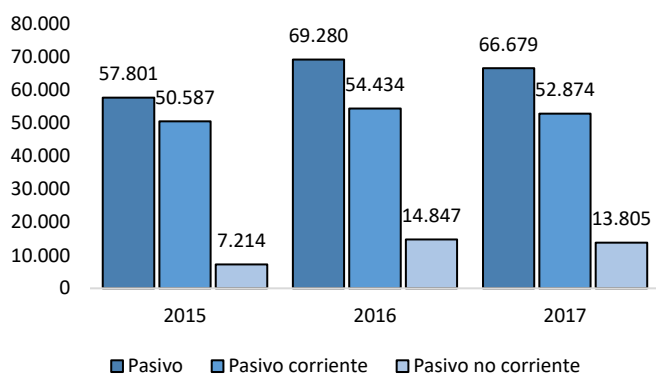


Gráfico 39: Evolución pasivo (miles USD)

Fuente: Estados Financieros Auditados 2015- 2017; Elaboración: Global Ratings

Durante el periodo de análisis (2015 - 2017) los pasivos del Emisor pasaron de USD 57,80 millones en el 2015 a USD 66,68 millones en el 2017. Las cuentas por pagar comerciales representaron el 17,81% del total del pasivo a diciembre de 2016 (USD 12,34 millones), reflejando una disminución del 39% respecto del valor del 2015 (USD 20,06 millones); adicionalmente destaca el incremento de las cuentas por pagar comerciales con relacionadas (USD 4,54 millones). Estas cuentas alcanzaron la suma de USD 12,85 millones en el 2016, que no existían en el 2014 y corresponden a MOTOENSAB S.A., empresa que provee de motos para la venta de ICESA S.A. Para 2017 las cuentas por pagar comerciales alcanzan los USD 10,45 millones y USD 8,77 millones en cuentas por pagar relacionadas.

El pasivo corriente se mantuvo estable en valores cercanos a los 50 millones entre el 2015 (USD 50,59 millones) y el 2017 (52,87 millones), situación que contrasta con el pasivo no corriente que

tuvo un incremento entre esos años del 91%, pasando de USD 7,21 millones a USD 13,81 millones.

Este aumento obedece a que las obligaciones con costo de largo plazo pasaron de USD 5,28 millones en 2015 a USD 10,14 millones en 2017. Considerando, que las obligaciones con costo de corto plazo pasaron de USD 15,79 millones el 2015 a USD 27,73 millones el 2017, el total de obligaciones con costo de la empresa pasó de USD 21,07 millones el 2015 a USD 37,87 millones el 2017. Se debe acotar que la totalidad de la deuda con mercado de valores esta contabilizada en el corto plazo, según estructura del informe auditado 2017.

INSTITUCIÓN FINANCIERA	2015	2016	2017
Banco Internacional S.A.	10.066.501	9.807.900	1.810.000
Banco Aliado S.A.	3.280.000	10.900.000	11.000.000
Banco Bolivariano S.A.	2.027.778	1.765.354	
Produbanco S.A.	1.002.712		
Banco de Guayaquil S.A.	840.000	5.911.894	5.000.000
Banco del Austro S.A.	-	4.211.744	5.000.000
Obligaciones en circulación	3.642.955	2.000.000	6.833.333
Sobregiros	28.462		
Banco Pacífico S.A.			7.321.433
Intereses por pagar	185.099	1.014.473	904.809
Total	21.073.507	35.611.365	37.869.575

Tabla 20: Deuda financiera (USD)

Fuente: Estados Financieros Auditados 2015- 2017; Elaboración: Global Ratings

Durante 2017 el pasivo corriente alcanzó los USD 52,87 millones, un 2,87% menos al valor registrado para 2016. Las principales variaciones se evidencian en las cuentas por pagar relacionadas (disminución de USD 4,07 millones), cuentas por pagar comerciales (disminución de USD 1,89) y la amortización de la deuda financiera corto plazo por USD 1,81 millones; compensado parcialmente por el

incremento de USD 4,83 millones en obligaciones emitidas y otras cuentas por pagar por USD 978 mil.

Por su parte, el pasivo largo plazo disminuyó un 7,02% frente a 2016 coherente con la amortización de las obligaciones financieras largo plazo (reducción de USD 763 mil).

En el interanual, el pasivo total aumentó USD 12,46 millones en comparación a noviembre de 2017, cambio que se presentó principalmente por la amortización de la deuda financiera corto plazo, compensada por un incremento en cuentas por pagar comerciales por USD 9,29 millones, fruto del aprovisionamiento de existencias para navidad y a la colocación de la Segunda Emisión de Obligaciones aprobada por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros el 7 de marzo de 2018.

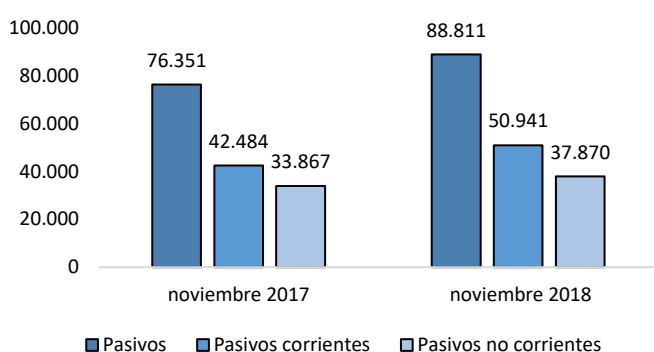


Gráfico 40: Comparativo pasivo (miles USD)

Fuente: Estados Financieros internos nov. 2017- nov. 2018; **Elaboración:** Global Ratings

Los pasivos corrientes al 30 de noviembre de 2018 presentaron una participación del 57,36% de los pasivos totales, siendo las cuentas por pagar comerciales la cuenta más representativa con el 35,68% de participación, llegando a los USD 31,69 millones. Por otro lado, los pasivos no corrientes incrementaron un 12% con relación a noviembre 2017, alcanzando la suma de USD 37,87 millones, USD 4 millones más que el mismo periodo anterior. Las obligaciones con costo fueron la cuenta más representativa con un 51,17% de participación sobre el total de los pasivos. El total de pasivos con costo, tanto de corto como de largo plazo, alcanzan la suma de USD 45,44 millones, lo que representó un incremento de USD 7,57 millones desde diciembre de 2017, coherente con la colocación de la Segunda Emisión de Obligaciones ICESA S.A. y nuevos préstamos

contraídos con el Banco Bolivariano C.A. y Banco Internacional S.A. La empresa se apalanca más a través de deuda con costo que a través de sus proveedores.

La deuda con costo de la compañía a noviembre 2018 en el corto plazo presenta una reducción del orden del 11,49% respecto a noviembre de 2017. De esta manera, la deuda con costo de corto plazo disminuyó de USD 12,49 millones a noviembre del 2017 a USD 11,05 millones a noviembre 2018. Así también, la deuda de largo plazo aumenta desde USD 30,16 millones en noviembre 2017 a USD 34,39 millones a noviembre 2018.

Una comparación entre noviembre 2017 y noviembre 2018 refleja una reestructuración de pasivos con una disminución de las obligaciones financieras de corto plazo y un incremento representado por la Segunda Emisión de Obligaciones emitida por la compañía durante el 2018. El neto, refleja deuda con costo a noviembre de 2017 por USD 42,64 millones comparado con noviembre de 2018 de USD 45,44 millones, con una mejor distribución entre corto y largo plazo. La compañía busca financiarse a tasas fijas para mitigar la exposición al riesgo de crédito.

DEUDA FINANCIERA	
Corto Plazo	
Banco Internacional S.A.	8.150.000
Banco Guayaquil S.A.	1.070.346
Banco Bolivariano C.A.	1.833.333
Largo Plazo	
Banco Aliado S.A.	11.000.000
Banco del Austro S.A.	4.246.598
Banco Pacifico S.A.	5.889.989
Emisión Obligaciones	
Segunda Emisión Obligaciones	4.500.000
Segunda Emisión Obligaciones	8.750.000
Total Obligaciones	45.440.266

Tabla 21: Deuda financiera (USD)

Fuente: Estados Financieros internos noviembre 2018; **Elaboración:** Global Ratings

Al mismo tiempo, el apalancamiento con proveedores aumentó un 41,46%, representando el 35,68% del total de pasivos, coherente con el aprovisionamiento de existencias para la época navideña, demostrando de esta forma que el Emisor se apalanca más a través de deuda con costo que a través de sus proveedores.

A noviembre de 2018 las cuentas por pagar a proveedores locales son mayores a las cuentas por pagar exterior, llegando a los USD 23,43 millones y USD 8,25 millones respectivamente.

Patrimonio

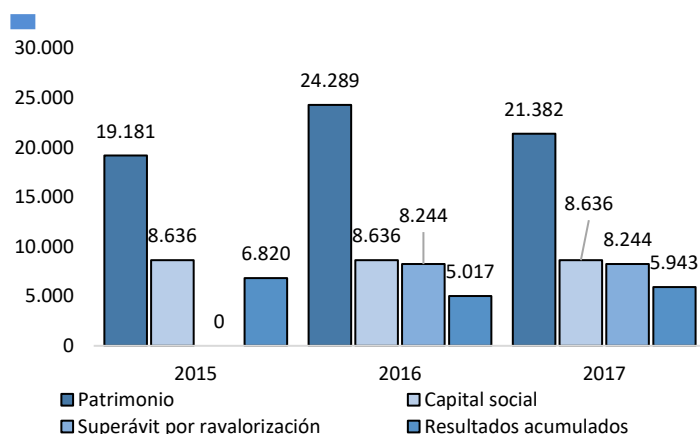


Gráfico 41: Evolución patrimonio (miles USD)

Fuente: Estados Financieros Auditados 2015- 2017; Elaboración: Global Ratings

El patrimonio ha mantenido un crecimiento del 27% al 2016, llegando a los USD 24,29 millones, el mayor incremento obedece a la ya señalada revalorización de la propiedad, planta y equipo por USD 8 millones, compensada parcialmente por la distribución de dividendos por USD 4,02 millones. El capital social se ha mantenido constante y la reserva legal subió en USD 265 mil.

Para 2017 se evidencia una reducción en el patrimonio del orden del 11,97% coherente con la pérdida registrada para este año (USD 2,90 millones).

El patrimonio pasó de financiar el 24,92% de los activos en 2015 a financiar el 24,28% de los activos en 2017 (21,35% para noviembre 2018). Demostrando que la compañía ha optado históricamente en financiarse más mediante terceros que mediante recursos propios.

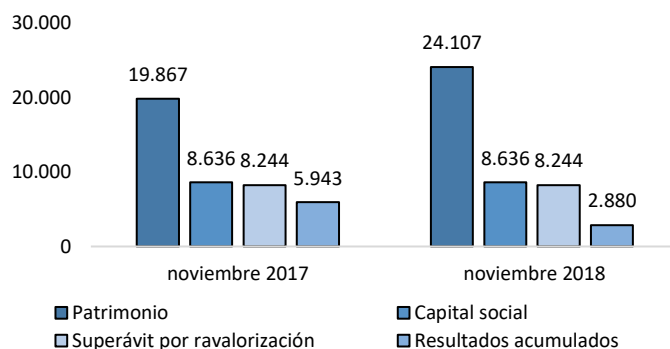


Gráfico 42: Evolución patrimonio (miles USD)

Fuente: Estados Financieros internos jul. 2017- jul. 2018; Elaboración: Global Ratings

El capital social representó en el 2017 el 40,39% del patrimonio (35,82% a noviembre de 2018). A noviembre de 2018 creció el patrimonio en USD 2,73 millones frente a diciembre 2017, fruto de la utilidad registrada en lo que va del periodo, se debe tomar en cuenta que es un negocio estacional.

INDICADORES FINANCIEROS

El margen bruto/ventas presentó un deterioro a diciembre 2017 (34,03%) frente al 2016 (37,63%). Para 2017 el costo de ventas incrementó fruto de los descuentos aplicados por la empresa y de las menores ventas de productos de inducción registradas, lo que produjo un menor margen bruto frente al presentado en años anteriores. Esta tendencia se mantiene para noviembre 2018 (31,58%) por las menores ventas de productos de inducción. Para noviembre 2018, se produjo un incremento de ventas, los comparativos de EBITDA frente a ventas, gastos financieros y deuda financiera se presentaron muy favorables. Producto del incremento de la utilidad neta, los valores de ROA se incrementan de -5,01% a 2,79% en el período 2017 – noviembre 2018 y el ROE de -24,28% a 13,05% en el mismo período.

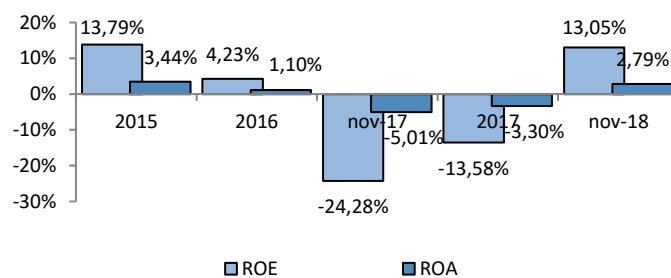


Gráfico 43: ROE vs ROA

Fuente: Estados Financieros Auditados 2015- 2017 e internos nov. 2017- nov. 2018; Elaboración: Global Ratings

El análisis de la combinación de activos corrientes y pasivos corrientes demuestra que el capital de trabajo se mantuvo en números positivos en el periodo 2016 – noviembre 2018. En el 2017, se presenta un capital de trabajo de USD 1,3 millones (USD 38,22 millones para noviembre 2018). Debido a que la empresa mantiene niveles de inventario relativamente altos, la prueba ácida tiene valores inferiores al índice de liquidez; sin embargo, para noviembre 2018 la prueba ácida registra valores por encima de la unidad.

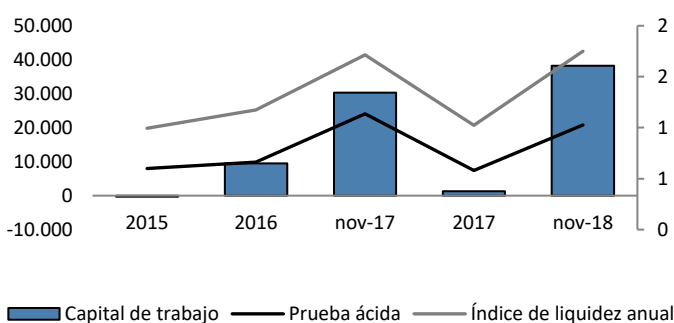


Gráfico 44: Capital de trabajo y liquidez

Fuente: Estados Financieros Auditados 2015- 2017 e internos nov 2017- nov 2018; Elaboración: Global Ratings

Durante los últimos años (2015 - noviembre 2018) la liquidez general de la compañía presenta indicadores que rodean a la unidad con una tendencia histórica al alza, tendencia que se acentúa a noviembre de 2018, específicamente por la reestructuración de la deuda financiera, coherente con la colocación de la Segunda Emisión de Obligaciones y al mayor crédito otorgado, provocando un incremento en la cartera comercial.

	2015	2016	2017	NOV 2018
Índice de liquidez anual	0,99	1,17	1,02	1,75

Tabla 22: Patrimonio diciembre (USD)

Fuente: Estados Financieros Auditados 2015- 2017, internos nov. 2018;

Elaboración: Global Ratings

Por otra parte, el índice de liquidez del último semestre desde la aprobación del instrumento muestra valores superiores a la unidad, producto de mayores inventarios y cuentas por cobrar comerciales, los que fueron financiados a través de la Segunda Emisión de Obligaciones aprobada en marzo 2018.

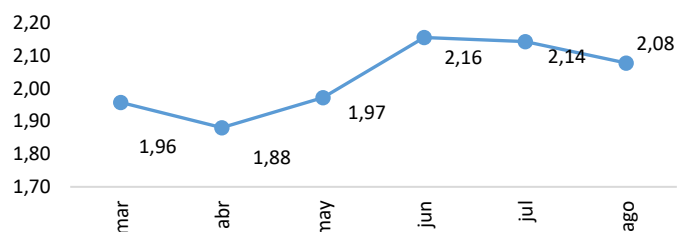


Gráfico 45: Índice de liquidez

Fuente: ICESA S.A.; Elaboración: Global Ratings

Con todo lo expuesto anteriormente, se demuestra que ICESA S.A. cuenta con los recursos suficientes para cumplir con sus obligaciones en el corto plazo.

Con lo antes expuesto se da cumplimiento a lo establecido en el Numeral 3, Artículo 20, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera., es opinión de Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. que la compañía mantiene un adecuado manejo financiero. La empresa mantiene un adecuado manejo y recuperación de cartera, ha reestructurado la deuda financiera, mantiene indicadores de liquidez por encima de la unidad y ha incrementado sus niveles de ventas para 2017 y noviembre 2018, frente a los mismos periodos del año pasado; reflejando una acertada dirección de la empresa.

INSTRUMENTO

En la ciudad de Quito, el 5 de enero de 2018, se celebró la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de la compañía ICESA S.A. con la finalidad de “conocer y resolver sobre la emisión de obligaciones de largo plazo a cargo de la compañía”. En dicha junta se aprobó la Segunda Emisión de Obligaciones de la compañía por la suma de hasta USD 10.000.000,00. Aprobada mediante Resolución No. SCVS-IRQ-DRMV-SAR-2018-00001948, emitida por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros el 1 de marzo de 2018. Este monto se compone de una clase, correspondiente a la clase A por un monto de hasta USD 10.000.000

Con fecha 27 de marzo de 2018, el Agente Colocador inició la colocación de los valores. Con fecha 13 de junio de 2018 colocó en

total la suma de USD 10.000.000,00, es decir el 100% del monto aprobado.

Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. verificó que el instrumento presentó aceptabilidad evidenciado en los tiempos de colocación antes mencionados, dando cumplimiento a lo estipulado en el Numeral 5, Artículo 20, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera. La tabla, a continuación, detalla las características de la Emisión.

ICESA S.A.

Monto de la emisión	Hasta USD 10.000.000,00												
Unidad monetaria	Dólares de los Estados Unidos de América												
Características	<table border="1"> <thead> <tr> <th>CLASES</th> <th>MONTO</th> <th>PLAZO</th> <th>TASA FIJA ANUAL</th> <th>PAGO DE CAPITAL</th> <th>PAGO DE INTERESES</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>A</td> <td>USD 10.000.000</td> <td>Hasta 1.440 días</td> <td>8,50%</td> <td>Semestral</td> <td>Trimestral</td> </tr> </tbody> </table>	CLASES	MONTO	PLAZO	TASA FIJA ANUAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES	A	USD 10.000.000	Hasta 1.440 días	8,50%	Semestral	Trimestral
CLASES	MONTO	PLAZO	TASA FIJA ANUAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES								
A	USD 10.000.000	Hasta 1.440 días	8,50%	Semestral	Trimestral								
Tipo de emisión	Los valores de la clase A se emitirán de manera desmaterializada por lo cual podrán emitirse por cualquier valor nominal siempre que sea múltiplo de USD 1,00.												
Garantía	Garantía General de acuerdo con el Art.162 Ley de Mercado de Valores.												
Destino de los recursos	La Junta General Extraordinaria de Accionistas de ICESA S.A., celebrada el cinco de enero de 2018, determinó que los recursos captados en virtud del proceso de emisión de obligaciones de largo plazo se destinará en un 100%; es decir diez millones de los Estados Unidos de América a capital de trabajo operativo, el cual consistirá en actividades destinadas a financiar a clientes con mayores plazos, mejorar términos y condiciones con proveedores tanto para el aprovisionamiento de inventarios como en plazos de pago de insumos, entre otros de similar naturaleza. Dejando expresa constancia de que no será con empresas ni personas naturales relacionadas con la Compañía. Para estos efectos, se autoriza a los Vicepresidentes Ejecutivos de la Compañía o a quienes los reemplacen en virtud de las disposiciones estatutarias a ampliar y detallar el destino aprobado por la Junta en los documentos pertinentes. En virtud de esta delegación, los Vicepresidentes Ejecutivos de la Compañía determinan que, el 100% de los recursos producto de la presente emisión se destinen a capital de trabajo operativo; es decir, para financiar mayores plazos y mejorar términos y condiciones con proveedores y en la comercialización de los productos de sus diferentes líneas de negocio: Tecnología, Línea Blanca, Vehículos, Inducción y Servicios.												
Valor nominal	USD 1,00												
Base de cálculos de intereses	Base comercial 30/360: corresponde a años de 360 días. 12 meses y 30 días cada mes.												
Sistema de colocación	Se negociará de manera bursátil.												
Rescates anticipados	Las obligaciones podrán ser rescatadas anticipadamente mediante sorteos o cualquier otro mecanismo que garantice un tratamiento equitativo para todos los tenedores de las obligaciones, conforme lo resuelvan en forma unánime los obligacionistas, dando cumplimiento a lo previsto en el artículo ciento sesenta y cuatro (164) y ciento sesenta y ocho (168) de la Ley de Mercado de Valores (Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero). Las obligaciones dejarán de ganar intereses a partir de la fecha de su vencimiento o redención anticipada, salvo incumplimiento del deudor, en cuyo caso se aplicará el interés de mora. Las obligaciones que fueren readquiridas por el emisor no podrán ser colocadas nuevamente en el mercado.												
Underwriting	La presente emisión contempla un contrato de underwriting bajo la modalidad del mejor esfuerzo.												
Agente colocador y estructurador financiero	Mercapital Casa de Valores S.A.												
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.												
Representantes de obligacionistas	Bondholder Representative S.A.												
Resguardos	<ul style="list-style-type: none"> 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. 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 valores/obligaciones en mora. Mantener durante la vigencia de la Emisión, la relación Activos Libres de Gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el Artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera. 												
Resguardos voluntarios	<ul style="list-style-type: none"> Mantener un nivel de pasivo financiero (bancos locales e internacionales y emisiones) / patrimonio durante la vigencia del programa, igual o menor a 3.0 veces. Reparto de dividendos en efectivo hasta el 50% de los resultados acumulados. 												

Tabla 23: Características de los valores

Fuente: Prospecto de Oferta Pública; Elaboración: Global Ratings

Con corte 30 de noviembre de 2018, el saldo de capital por pagar fue de USD 8.750.000. Compuesto de la siguiente manera:

- Clase A: USD 8.750.000

Durante junio 2018 se terminó de colocar la totalidad del monto aprobado. Razón por la que a la fecha del presente informe el saldo de capital por pagar es de USD 10.000.000.

La tabla de amortización siguiente se basa en el monto total colocado por parte de ICESA S.A.

	FECHA VENCIMIENTO	CAPITAL INICIAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES	TOTAL PAGO	SALDO DE CAPITAL
1	27/06/2018	10.000.000	-	212.500	212.500	10.000.000
2	27/09/2018	10.000.000	1.250.000	212.500	1.462.500	8.750.000
3	27/12/2018	8.750.000	-	185.938	185.938	8.750.000
4	27/03/2019	8.750.000	1.250.000	185.938	1.435.938	7.500.000
5	27/06/2019	7.500.000	-	159.375	159.375	7.500.000
6	27/09/2019	7.500.000	1.250.000	159.375	1.409.375	6.250.000
7	27/12/2019	6.250.000	-	132.813	132.813	6.250.000

	FECHA VENCIMIENTO	CAPITAL INICIAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES	TOTAL PAGO	SALDO DE CAPITAL
8	27/03/2020	6.250.000	1.250.000	132.813	1.382.813	5.000.000
9	27/06/2020	5.000.000	-	106.250	106.250	5.000.000
10	27/09/2020	5.000.000	1.250.000	106.250	1.356.250	3.750.000
11	27/12/2020	3.750.000	-	79.688	79.688	3.750.000
12	27/03/2021	3.750.000	1.250.000	79.688	1.329.688	2.500.000
13	27/06/2021	2.500.000	-	53.125	53.125	2.500.000
14	27/09/2021	2.500.000	1.250.000	53.125	1.303.125	1.250.000
15	27/12/2021	1.250.000	-	26.563	26.563	1.250.000
16	27/03/2022	1.250.000	1.250.000	26.563	1.276.563	-

Tabla 24: Tabla de Amortización clase A (USD)

Fuente: ICESA S.A.; Elaboración: Global Ratings

La empresa provisiona mensualmente recursos para facilitar el pago de sus obligaciones, estas provisiones se las realiza de acuerdo con la disponibilidad de recursos de la compañía.

Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. con la información entregada ha verificado que el Emisor ha cancelado oportunamente los pagos correspondientes a capital e intereses del instrumento, según la tabla de amortización precedente. Del total del monto autorizado de la Emisión, se colocó el 100%. Con lo expuesto anteriormente se da cumplimiento a los Numerales a y b, Numeral 1, Artículo 19, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

ACTIVOS MENOS DEDUCCIONES

La presente Emisión de Obligaciones está respaldada por Garantía General, lo que conlleva a analizar la estructura de los activos de la compañía, al 30 de noviembre de 2018, ICESA S.A. posee un total de activos de USD 112,92 millones, de los cuales USD 93,20 millones son activos menos deducciones.

Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. verificó la información del certificado de activos menos deducciones de la empresa, con información financiera cortada al 30 de noviembre de 2018, dando cumplimiento a lo que estipula el Artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, que señala que el monto máximo de las emisiones amparadas con Garantía General no podrán exceder el 80% del total de menos deducciones, esto es: "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 derechos de cobro sobre ventas futuras esperadas 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".

ACTIVOS MENOS DEDUCCIONES	
Activo Total (USD)	112.917.602
(-) Activos diferidos o impuestos diferidos	(1.568.424)
(-) Activos gravados.	(4.246.598)
Inventarios	(4.246.598)
(-) Activos en litigio	-
(-) Monto de las impugnaciones tributarias.	-
(-) Saldo de las emisiones en circulación	(13.250.000)
(-) Saldo en circulación de titularizaciones de flujo futuros de bienes que se espera que existan.	-
(-) Derechos fiduciarios que garanticen obligaciones propias o de terceros.	-
(-) Cuentas y documentos por cobrar provenientes de la negociación y derechos fiduciarios compuestos de bienes gravados.	-
(-) Saldo de valores de renta fija emitidos y negociados en REVNI.	-
(-) Inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o mercados regulados y estén vinculados con el emisor.	(650.000)
Total activos menos deducciones	93.202.581
80 % Activos menos deducciones	74.562.065

Tabla 25: Activos menos deducciones (USD)

Fuente: ICESA S.A.; Elaboración: Global Ratings

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo apreciar que la compañía, con fecha 30 de noviembre de 2018, presentó un monto de activos menos deducciones de USD 93,20 millones, siendo el 80% de los mismos la suma de USD 74,56 millones, cumpliendo así lo determinado en la normativa.

Adicionalmente, se debe mencionar que, al 30 de noviembre de 2018, al analizar la posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del Emisor, se evidencia que el total de activos menos deducciones ofrece una cobertura de 1,23 veces sobre los pasivos totales de la compañía. Dando cumplimiento al Literal c, Numeral 1, Artículo 19, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

Por otro lado, según lo establecido en el Artículo 9, Capítulo I, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera. “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% el monto excedido”.

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo evidenciar que el valor de la Segunda Emisión de Obligaciones de ICESA S.A., así como de los valores que mantiene en circulación

representan el 27,48% del 200% del patrimonio al 30 de noviembre de 2018 y el 54,96% del patrimonio, cumpliendo de esta manera con lo expuesto anteriormente.

200% PATRIMONIO	
Patrimonio	24.106.996
200% patrimonio	48.213.992
Segunda Emisión de Obligaciones	4.500.000
Segunda Emisión de obligaciones	8.750.000
Total emisiones	13.250.000
Total emisiones/200% patrimonio	27,48%

Tabla 26: 200% patrimonio

Fuente: ICESA S.A.; Elaboración: Global Ratings

GARANTÍAS Y RESGUARDOS

Mientras se encuentran en circulación las obligaciones, las personas jurídicas deberán mantener resguardos a la emisión, según lo señala el Artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, por lo que la Junta General de Accionistas resolvió:

RESGUARDOS DE LEY	FUNDAMENTACIÓN	CUMPLIMIENTO
Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la rendición total de los valores.	Se mantiene un indicador promedio de liquidez de 2,03 a partir de la oferta pública de la Emisión.	CUMPLE
Los activos reales sobre los pasivos exigibles deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.	Con corte 30 de noviembre de 2018, la empresa mostró un índice dentro del compromiso adquirido, siendo la relación activos reales/ pasivos de 1,22.	CUMPLE
No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.	No se han repartido dividendos. No mantienen obligaciones en mora.	CUMPLE
Mantener, durante la vigencia de la Emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el Artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.	La compañía, al 30 de noviembre de 2018, presentó un monto de activos menos deducciones de USD 93,20 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 74,56 millones, cumpliendo así lo señalado en la normativa.	CUMPLE

Tabla 27: Garantías y resguardos

Fuente: ICESA S.A.; Elaboración: Global Ratings

LIMITE DE ENDEUDAMIENTO	FUNDAMENTACIÓN	CUMPLIMIENTO
Mantener un límite de endeudamiento referente a los pasivos afectos al pago de intereses de hasta 3 veces el patrimonio de la Compañía.	Con corte 30 de noviembre 2018, la compañía mantuvo el compromiso adquirido, siendo los pasivos con costo 1,88 veces el patrimonio.	CUMPLE

Tabla 28: Resguardos voluntarios

Fuente: ICESA S.A.; Elaboración: Global Ratings

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, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

FLUJO DE CAJA PROYECTADO

Las proyecciones financieras se realizaron analizando la información histórica y las premisas y proyecciones realizadas por el estructurador financiero, MERCAPITAL Casa de Valores S.A., para el periodo 2018- 2022 muestran los resultados expuestos en los anexos

Se presenta un escenario conservador en el que se contará con los recursos suficientes para cumplir con el pago de las obligaciones propias de su operación, como con el Mercado de Valores. Se procedió a estresar los valores presentados, tomando en cuenta una menor recuperación de la cartera, partiendo del hecho que este rubro es de importancia dentro de la operación. Aún en un escenario más conservador, el Emisor cuenta con los recursos suficientes para cumplir con sus obligaciones.

Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. está dando cumplimiento al análisis, estudio y expresa criterio sobre lo establecido en los Literal d, Numeral 1, Artículo 19, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, donde señalan que la empresa posee capacidad para generar flujos dentro de las proyecciones establecidas con respecto a los pagos esperados; adicionalmente, dichas proyecciones señalan que el Emisor generará los recursos suficientes para cubrir todos los pagos de capital e intereses y demás compromisos que adquiere con la presente Emisión.

Definición de Categoría

SEGUNDA EMISIÓN DE OBLIGACIONES ICESA S.A

CATEGORÍA AAA (-)

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

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

HISTORIAL DE CALIFICACIÓN		
FECHA	CALIFICACIÓN	CALIFICADORA
Calificación inicial	AA+	ICRE
Julio 2018	AA+	ICRE

Tabla 29: Historial de calificación

Fuente: SCVS; Elaboración: Global Ratings

Conforme el Artículo 12, Sección I, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, la calificación de un instrumento o de un emisor no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo, ni la estabilidad de su precio sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste. Es por lo tanto evidente que la calificación de riesgos es una opinión sobre la solvencia del emisor para cumplir oportunamente con el pago de capital, de intereses y demás compromisos adquiridos por la empresa de acuerdo con los términos y condiciones de los respectivos contratos.

El Informe de Calificación de Riesgos de la Segunda Emisión de Obligaciones de ICESA S.A., ha sido realizado con base en la información entregada por la empresa y a partir de la información pública disponible.

Atentamente,

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

GLOBAL RATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.	ICESA S.A. ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (miles USD)									
	2015		2016			2017				
	Valor	Análisis vertical %	Valor	Análisis vertical %	Análisis horizontal %	Variación en monto	Valor	Análisis vertical %	Análisis horizontal %	Variación en monto
ACTIVO	76.982,21	100,00%	93.569,86	100,00%	21,55%	16.587,65	88.060,35	100,00%	-5,89%	(5.509,51)
ACTIVOS CORRIENTES	50.287,15	65,32%	63.934,93	68,33%	27,14%	13.647,79	54.173,72	61,52%	-15,27%	(9.761,21)
Caja	229,96	0,30%	167,53	0,18%	-27,15%	(62,43)	1.048,34	1,19%	525,77%	880,82
Bancos	1.156,53	1,50%	3.783,58	4,04%	227,15%	2.627,05	6.306,85	7,16%	66,69%	2.523,27
Valores en tesorería	5.533,66	7,19%	0,00	0,00%	-100,00%	(5.533,66)	0,00	0,00%	0,00%	-
Inversiones temporales	1.629,48	2,12%	1.997,50	2,13%	22,58%	368,02	0,00	0,00%	-100,00%	(1.997,50)
Cuentas por cobrar comerciales	16.654,84	21,63%	23.127,78	24,72%	38,87%	6.472,94	18.012,77	20,46%	-22,12%	(5.115,00)
Cuentas por cobrar compañías relacionadas	3.722,70	4,84%	3.344,88	3,57%	-10,15%	(377,82)	389,11	0,44%	-88,37%	(2.955,77)
Otras cuentas por cobrar	1.304,878	1,70%	2.946,71	3,15%	125,82%	1.641,83	3.886,89	4,41%	31,91%	940,18
Inventarios	19.913,23	25,87%	27.803,54	29,71%	39,62%	7.890,31	23.506,80	26,69%	-15,45%	(4.296,74)
Gastos anticipados	141,86	0,18%	763,42	0,82%	438,15%	621,56	674,86	0,77%	-11,60%	(88,56)
Activos por impuestos corrientes	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00%	-	348,11	0,40%	100,00%	348,11
ACTIVOS NO CORRIENTES	26.695,06	34,68%	29.634,93	31,67%	11,01%	2.939,87	33.886,63	38,48%	14,35%	4.251,70
Propiedad, planta y equipo	12.249,89	15,91%	20.879,14	22,31%	70,44%	8.629,24	18.930,26	21,50%	-9,33%	(1.948,87)
Propiedades de inversión	1.108,90	1,44%	1.108,90	1,19%	0,00%	-	4.608,90	5,23%	315,63%	3.500,00
Cuentas por cobrar comerciales	5.315,84	6,91%	0,00	0,00%	-100,00%	(5.315,84)	0,00	0,00%	0,00%	-
Activo intangibles	2.329,42	3,03%	1.910,35	2,04%	-17,99%	(419,07)	1.743,25	1,98%	-8,75%	(167,10)
Inversiones en acciones	6,50	0,01%	650,00	0,69%	9900,00%	643,50	650,00	0,74%	0,00%	-
Activos financieros	5.166,33	6,71%	4.479,38	4,79%	-13,30%	(686,95)	7.368,93	8,37%	64,51%	2.889,55
Activo por impuesto diferido	0,00	0,00%	48,85	0,05%	100,00%	48,85	0,00	0,00%	-100,00%	(48,85)
Otros activos no corrientes	518,19	0,67%	558,32	0,60%	7,74%	40,13	585,29	0,66%	4,83%	26,97
PASIVO	57.801,10	100,00%	69.280,47	100,00%	19,86%	11.479,37	66.678,70	100,00%	-3,76%	(2.601,77)
PASIVOS CORRIENTES	50.587,31	87,52%	54.433,74	78,57%	7,60%	3.846,43	52.873,64	79,30%	-2,87%	(1.560,10)
Obligaciones financieras	12.150,55	21,02%	22.711,37	32,78%	86,92%	10.560,81	20.899,66	31,34%	-7,98%	(1.811,71)
Obligaciones en circulación	3.642,96	6,30%	2.000,00	2,89%	-45,10%	(1.642,96)	6.833,33	10,25%	241,67%	4.833,33
Cuentas por pagar comerciales	22.770,26	39,39%	12.335,63	17,81%	-45,83%	(10.434,63)	10.445,05	15,66%	-15,33%	(1.890,58)
Cuentas por pagar relacionadas	8.311,19	14,38%	12.847,50	18,54%	54,58%	4.536,31	8.773,67	13,16%	-31,71%	(4.073,84)
Otras cuentas por pagar	373,50	0,65%	2.507,28	3,62%	571,29%	2.133,77	4.140,53	6,21%	65,14%	1.633,25
Anticipo clientes	17,45	0,03%	26,09	0,04%	49,55%	8,65	62,76	0,09%	140,52%	36,66
Pasivo por impuesto corrientes	1.183,97	2,05%	852,03	1,23%	-28,04%	(331,94)	1.021,66	1,53%	19,91%	169,63
Provisiones sociales	2.137,43	3,70%	1.153,84	1,67%	-46,02%	(983,59)	697,00	1,05%	-39,59%	(456,85)
PASIVOS NO CORRIENTES	7.213,79	12,48%	14.846,73	21,43%	105,81%	7.632,95	13.805,06	20,70%	-7,02%	(1.041,67)
Obligaciones financieras	5.280,00	9,13%	10.900,00	15,73%	106,44%	5.620,00	10.136,59	15,20%	-7,00%	(763,41)
Otras cuentas por pagar	41,83	0,07%	52,41	0,08%	25,28%	10,58	33,97	0,05%	-35,18%	(18,44)
Pasivo por impuesto diferido	500,87	0,87%	2.521,50	3,64%	403,42%	2.020,63	2.320,86	3,48%	-7,96%	(200,64)
Provisiones sociales	1.391,08	2,41%	1.372,82	1,98%	-1,31%	(18,26)	1.313,64	1,97%	-4,31%	(59,18)
PATRIMONIO	19.181,11	100,00%	24.289,39	100,00%	26,63%	5.108,28	21.381,65	100,00%	-11,97%	(2.907,74)
Capital social	8.635,82	45,02%	8.635,82	35,55%	0,00%	-	8.635,82	40,39%	0,00%	-
Reserva legal	1.992,32	10,39%	2.256,88	9,29%	13,28%	264,56	2.359,67	11,04%	4,55%	102,79
Reserva revalorización de propiedades y equipos	0,00	0,00%	8.243,93	33,94%	100,00%	8.243,93	8.243,93	38,56%	0,00%	-
Otros resultados integrales	-185,39	-0,97%	-165,42	-0,68%	-10,77%	19,97	-170,06	-0,80%	2,81%	(4,64)
Adopción por primera vez NIFF	-727,20	-3,79%	-727,20	-2,99%	0,00%	-	-727,20	-3,40%	0,00%	-
Resultados acumulados	6.819,95	35,56%	5.017,46	20,66%	-26,43%	(1.802,49)	5.942,59	27,79%	18,44%	925,13
Resultado del ejercicio	2.645,61	13,79%	1.027,92	4,23%	-61,15%	(1.617,70)	-2.903,10	-13,58%	-382,43%	(3.931,02)
PASIVO MAS PATRIMONIO	76.982,21	100,00%	93.569,86	100,00%	21,55%	16.587,65	88.060,35	100,00%	-5,89%	(5.509,51)

Fuente: Estados Financieros Auditados 2015, 2016 y 2017 del Emisor.

Elaboración: ICRE

GLOBAL RATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.	ICESA S.A. ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (miles USD)					
	NOVIEMBRE 2017		NOVIEMBRE 2018			
	Valor	Análisis vertical %	Valor	Análisis vertical %	Análisis horizontal %	Variación en monto
ACTIVO	96.218,34	100,00%	112.917,60	100,00%	17,36%	16.699,26
ACTIVOS CORRIENTES	72.842,65	75,71%	89.162,88	78,96%	22,40%	16.320,22
Caja	136,84	0,14%	243,85	0,22%	78,21%	107,02
Bancos	11.507,76	11,96%	12.791,61	11,33%	11,16%	1.283,86
Inversiones temporales	0,00	0,00%	169,37	0,15%	100,00%	169,37
Cuentas por cobrar comerciales	29.788,53	30,96%	32.671,03	28,93%	9,68%	2.882,51
Cuentas por cobrar compañías relacionadas	0,00	0,00%	3,40	0,00%	100,00%	3,40
Otras cuentas por cobrar	3.785,03	3,93%	3.274,32	2,90%	-13,49%	-510,71
Inventarios	24.573,08	25,54%	36.842,42	32,63%	49,93%	12.269,34
Gastos anticipados	3.051,43	3,17%	3.166,87	2,80%	3,78%	115,45
ACTIVOS NO CORRIENTES	23.375,69	24,29%	23.754,73	21,04%	1,62%	379,04
Propiedad, planta y equipo	16.552,10	17,20%	16.266,42	14,41%	-1,73%	-285,68
Propiedades de inversión	3.886,32	4,04%	4.608,90	4,08%	18,59%	722,58
Inversiones en acciones	650,00	0,68%	650,00	0,58%	0,00%	0,00
Activo por impuesto diferido	48,85	0,05%	0,00	0,00%	-100,00%	-48,85
Activos intangibles	1.651,63	1,72%	1.568,42	1,39%	-5,04%	-83,21
Cuentas por cobrar	28,13	0,03%	35,17	0,03%	25,01%	7,04
Otros activos no corrientes	558,65	0,58%	625,81	0,55%	12,02%	67,16
PASIVO	76.350,84	100,00%	88.810,61	100,00%	16,32%	12.459,76
PASIVOS CORRIENTES	42.483,61	55,64%	50.940,51	57,36%	19,91%	8.456,91
Obligaciones financieras	12.488,00	16,36%	11.053,68	12,45%	-11,49%	-1.434,32
Cuentas por pagar comerciales	22.399,93	29,34%	31.686,80	35,68%	41,46%	9.286,87
Otras cuentas por pagar	2.992,17	3,92%	2.217,91	2,50%	-25,88%	-774,27
Participación trabajadores	0,46	0,00%	0,00	0,00%	-100,00%	-0,46
Provisiones sociales	4.603,04	6,03%	5.982,13	6,74%	29,96%	1.379,09
PASIVOS NO CORRIENTES	33.867,24	44,36%	37.870,09	42,64%	11,82%	4.002,86
Obligaciones financieras	23.321,43	30,55%	21.136,59	23,80%	-9,37%	-2.184,85
Emisión de obligaciones	6.833,33	8,95%	13.250,00	14,92%	93,90%	6.416,67
Pasivo por impuesto corriente	2.521,50	3,30%	2.320,86	2,61%	-7,96%	-200,64
Provisiones sociales	1.190,97	1,56%	1.162,65	1,31%	-2,38%	-28,32
PATRIMONIO	19.867,50	100,00%	24.107,00	100,00%	21,34%	4.239,50
Capital social	8.635,82	43,47%	8.635,82	35,82%	0,00%	0,00
Reserva legal	2.359,67	11,88%	2.359,67	9,79%	0,00%	0,00
Aplicación NIFF primera vez	-727,20	-3,66%	-727,20	-3,02%	0,00%	0,00
Otros resultados integrales	-165,42	-0,83%	-170,06	-0,71%	2,81%	-4,64
Superávit por revalorización	8.243,93	41,49%	8.243,93	34,20%	0,00%	0,00
Resultados acumulados	5.942,59	29,91%	2.880,12	11,95%	-51,53%	-3.062,47
Resultado del ejercicio	-4.421,90	-22,26%	2.884,72	11,97%	-165,24%	7.306,61
PASIVO MAS PATRIMONIO	96.218,34	100,00%	112.917,60	100,00%	17,36%	16.699,26

Fuente: Estados Financieros no Auditados noviembre 2017 y noviembre 2018 entregados por el Emisor.
Elaboración: Global Ratings

GLOBAL RATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.	ICESA S.A. ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (miles USD)									
	2015		2016				2017			
	Valor	Análisis vertical %	Valor	Análisis vertical %	Análisis horizontal %	Variación en monto	Valor	Análisis vertical %	Análisis horizontal %	Variación en monto
Ventas	137.483,02	100,00%	145.133,67	100,00%	5,56%	7.650,65	150.162,55	100,00%	3,46%	5.028,88
Costo de ventas	87.165,60	63,40%	90.518,75	62,37%	3,85%	3.353,14	99.062,76	65,97%	9,44%	8.544,01
Margen bruto	50.317,42	36,60%	54.614,93	37,63%	8,54%	4.297,51	51.099,79	34,03%	-6,44%	(3.515,14)
(-) Gastos de administración y ventas	(45.985,52)	-33,45%	(51.434,16)	-35,44%	11,85%	(5.448,64)	(51.592,39)	-34,36%	0,31%	(158,23)
Utilidad operativa	4.331,89	3,15%	3.180,76	2,19%	-26,57%	(1.151,13)	(492,60)	-0,33%	-115,49%	(3.673,36)
(-) Gastos financieros	(1.802,86)	-1,31%	(5.074,24)	-3,50%	181,46%	(3.271,38)	(5.325,15)	-3,55%	4,94%	(250,91)
Ingresos (gastos) no operacionales neto	1.799,10	1,31%	4.389,96	3,02%	144,01%	2.590,86	3.627,07	2,42%	-17,38%	(762,88)
Utilidad antes de participación e impuestos	4.328,13	3,15%	2.496,48	1,72%	-42,32%	(1.831,65)	(2.190,68)	-1,46%	-187,75%	(4.687,16)
Participación trabajadores	(652,53)	-0,47%	(375,20)	-0,26%	-42,50%	277,33	-	0,00%	-100,00%	375,20
Utilidad antes de impuestos	3.675,61	2,67%	2.121,28	1,46%	-42,29%	(1.554,32)	(2.190,68)	-1,46%	-203,27%	(4.311,96)
Gasto por impuesto a la renta	(1.029,99)	-0,75%	(1.093,37)	-0,75%	6,15%	(63,38)	(712,42)	-0,47%	-34,84%	380,94
Utilidad neta	2.645,62	1,92%	1.027,92	0,71%	-61,15%	(1.617,70)	(2.903,10)	-1,93%	-382,43%	(3.931,02)
Otros resultados integrales	(185,39)	-0,13%	19,97	0,01%	-110,77%	205,36	(4,64)	0,00%	-123,25%	(24,62)
Resultado integral del año, neto de impuesto a la renta	2.460,23	1,79%	1.047,89	0,72%	-57,41%	(1.412,34)	(2.907,74)	-1,94%	-377,49%	(3.955,63)
Depreciación y amortización	2.134,12	1,55%	1.228,92	0,85%	-42,42%	(905,21)	1.130,24	0,75%	-8,03%	(98,68)
EBITDA	6.466,02	4,70%	4.409,68	3,04%	-31,80%	(2.056,34)	637,64	0,42%	-85,54%	(3.772,04)

Fuente: Estados Financieros Auditados 2015, 2016 y 2017 del Emisor.
Elaboración: ICRE

GLOBAL RATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.	ICESA S.A. ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (miles USD)					
	NOVIEMBRE 2017		NOVIEMBRE 2018			
	Valor	Análisis vertical %	Valor	Análisis vertical %	Análisis horizontal %	Variación en monto
Ventas	127.904,27	100,00%	144.927,99	100,00%	13,31%	17.023,72
Costo de ventas	87.616,23	68,50%	99.161,10	68,42%	13,18%	11.544,87
Margen bruto	40.288,04	31,50%	45.766,89	31,58%	13,60%	5.478,85
(-) Gastos de administración	(44.450,18)	-34,75%	(36.247,26)	-25,01%	-18,45%	8.202,93
(-) Gastos de ventas	-	0,00%	-	0,00%	0,00%	-
Otros ingresos operacionales	2.179,43	1,70%	2.401,38	1,66%	10,18%	221,95
Utilidad operativa	(1.982,72)	-1,55%	11.921,01	8,23%	-701,25%	13.903,73
(-) Gastos financieros	(2.439,18)	-1,91%	(9.217,61)	-6,36%	277,90%	(6.778,43)
Ingresos (gastos) no operacionales	-	0,00%	181,32	0,13%	0,00%	181,32
Utilidad antes de participación e impuestos	(4.421,90)	-3,46%	2.884,72	1,99%	-165,24%	7.306,61
Participación trabajadores	-	0,00%	-	0,00%	0,00%	-
Utilidad antes de impuestos	(4.421,90)	-3,46%	2.884,72	1,99%	-165,24%	7.306,61
Gasto por impuesto a la renta	-	0,00%	-	0,00%	0,00%	-
Utilidad neta	(4.421,90)	-3,46%	2.884,72	1,99%	-165,24%	7.306,61
Depreciación y amortización	831,34	0,65%	750,64	0,52%	-9,71%	(80,70)
EBITDA	(1.151,38)	-0,009002	12.671,65	8,74%	-1200,56%	13823,03

Fuente: Estados Financieros no Auditados noviembre 2017 y noviembre 2018 entregados por el Emisor.
Elaboración: Global Ratings

ICESA S.A.
PRINCIPALES CUENTAS

(miles USD)

CUENTAS	2015	2016	NOVIEMBRE 2017	2017	NOVIEMBRE 2018
Activo	76.982,21	93.569,86	96.218,34	88.060,35	112.917,60
Activo corriente	50.287,15	63.934,93	72.842,65	54.173,72	89.162,88
Activo no corriente	26.695,06	29.634,93	23.375,69	33.886,63	23.754,73
Pasivo	57.801,10	69.280,47	76.350,84	66.678,70	88.810,61
Pasivo corriente	50.587,31	54.433,74	42.483,61	52.873,64	50.940,51
Pasivo no corriente	7.213,79	14.846,73	33.867,24	13.805,06	37.870,09
Patrimonio	19.181,11	24.289,39	19.867,50	21.381,65	24.107,00
Capital Social	8.635,82	8.635,82	8.635,82	8.635,82	8.635,82
Ventas	137.483,02	145.133,67	127.904,27	150.162,55	144.927,99
Costo de ventas	87.165,60	90.518,75	87.616,23	99.062,76	99.161,10
Utilidad neta	2.645,62	1.027,92	(4.421,90)	(2.903,10)	2.884,72

CUENTAS	2015	2016	NOVIEMBRE 2017	2017	NOVIEMBRE 2018
Activo	76.982,21	93.569,86	96.218,34	88.060,35	112.917,60
Activo corriente	50.287,15	63.934,93	72.842,65	54.173,72	89.162,88
Activo no corriente	26.695,06	29.634,93	23.375,69	33.886,63	23.754,73

CUENTAS	2015	2016	NOVIEMBRE 2017	2017	NOVIEMBRE 2018
Pasivo	57.801,10	69.280,47	76.350,84	66.678,70	88.810,61
Pasivo corriente	50.587,31	54.433,74	42.483,61	52.873,64	50.940,51
Pasivo no corriente	7.213,79	14.846,73	33.867,24	13.805,06	37.870,09

CUENTAS	2015	2016	NOVIEMBRE 2017	2017	NOVIEMBRE 2018
Patrimonio	19.181,11	24.289,39	19.867,50	21.381,65	24.107,00
Capital social	8.635,82	8.635,82	8.635,82	8.635,82	8.635,82
Reserva legal	1.992,32	2.256,88	2.359,67	2.359,67	2.359,67
Aplicación NIFF primera vez	(727,20)	(727,20)	(727,20)	(727,20)	(727,20)
Otros resultados integrales	(185,39)	(165,42)	(165,42)	(170,06)	(170,06)
Superávit por revalorización	-	8.243,93	8.243,93	8.243,93	8.243,93
Resultados acumulados	6.819,95	5.017,46	5.942,59	5.942,59	2.880,12
Resultado del ejercicio	2.645,61	1.027,92	(4.421,90)	(2.903,10)	2.884,72

Fuente: Estados Financieros Auditados 2015, 2016 y 2017 del Emisor. Estados Financieros no Auditados noviembre 2017 y noviembre 2018 entregados por el Emisor.

Elaboración: Global Ratings

ICESA S.A.					
ÍNDICES					
(miles USD)					
Cierre	2015	2016	NOVIEMBRE 2017	2017	NOVIEMBRE 2018
Meses	12	12	11	12	11
MÁRGENES					
Costo de Ventas / Ventas	63,40%	62,37%	68,50%	65,97%	68,42%
Margen Bruto/Ventas	36,60%	37,63%	31,50%	34,03%	31,58%
Util. antes de part. e imp./Ventas	3,15%	1,72%	-3,46%	-1,46%	1,99%
Utilidad Operativa / Ventas	3,15%	2,19%	-1,55%	-0,33%	8,23%
Utilidad Neta / Ventas	1,92%	0,71%	-3,46%	-1,93%	1,99%
FINANCIAMIENTO OPERATIVO					
EBITDA / Ventas	4,70%	3,04%	-0,90%	0,42%	8,74%
EBITDA / Gastos financieros	358,65%	86,90%	-47,20%	11,97%	137,47%
EBITDA / Deuda financiera CP	40,94%	17,84%	-10,06%	2,30%	125,06%
EBITDA / Deuda financiera LP	122,46%	40,46%	-4,17%	6,29%	40,20%
SOLVENCIA					
Activo total/Pasivo total	133,18%	135,06%	126,02%	132,07%	127,14%
Pasivo total / Activo total	75,08%	74,04%	79,35%	75,72%	78,65%
Pasivo corriente / Pasivo total	87,52%	78,57%	55,64%	79,30%	57,36%
Deuda financiera / Pasivo total	36,46%	51,40%	55,85%	56,79%	51,17%
Apalancamiento financiero	1,10	1,47	2,15	1,77	1,88
Apalancamiento operativo	11,62	17,17	-20,32	-103,73	3,84
Apalancamiento total	3,01	2,85	3,84	3,12	3,68
RENTABILIDAD/ ENDEUDAMIENTO					
ROA	3,44%	1,10%	-5,01%	-3,30%	2,79%
ROE	13,8%	4,2%	-24,3%	-13,6%	13,1%
Índice de endeudamiento	0,75	0,74	0,79	0,76	0,79
EFICIENCIA					
Días de inventario	82	111	93	85	123
Rotación de la cartera	5,09	4,93	4,15	6,74	4,39
LIQUIDEZ					
Capital de trabajo	-300	9.501	30.359	1.300	38.222
Días de cartera	57	73	87	53	82
Días de pago	82	69	66	55	77
Prueba ácida	0,60	0,66	1,14	0,58	1,03
Índice de liquidez anual	0,99	1,17	1,71	1,02	1,75

Fuente: Estados Financieros Auditados 2015, 2016 y 2017 del Emisor. Estados Financieros no Auditados noviembre 2017 y noviembre 2018 entregados por el Emisor.

Elaboración: Global Ratings

	ICESA S.A.											
	2018				2019				2020			
	TRIM I	TRIM II	TRIM III	TRIM IV	TRIM I	TRIM II	TRIM III	TRIM IV	TRIM I	TRIM II	TRIM III	TRIM IV
Caja Inicial	6.636	5.036	7.309	3.906	5.694	2.659	4.738	922	1.309	1.683	1.405	6.002
Ingresos												
Ventas de contado	27.517	25.673	26.953	35.775	25.705	29.475	28.151	34.980	26.381	28.197	29.867	30.717
Recuperación de cartera/ventas crédito	11.038	15.054	13.378	16.574	7.647	10.036	5.966	15.148	13.961	10.371	9.296	9.488
Otros ingresos	642	702	709	756	661	700	691	707	699	747	738	920
Propiedades de inversión	250	110	150	500	130	160	200	300	110	190	140	250
Activos intangibles	-	-	-	-	31	33	33	34	-	-	-	-
Obligaciones financieras de corto plazo	-	-	3000	3000	-	4000	1500	-	-	4000	2500	-
II Emisión de obligaciones	-	10.000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total ingresos	46.083	56.575	51.499	60.511	39.868	47.063	41.279	52.091	42.460	45.188	43.946	47.377
Egresos												
Costo de ventas	25.876	31.964	28.471	32.340	21.296	25.900	24.608	32.000	23.013	25.735	21.421	25.000
Gasto administrativo	8.291	10.070	11.200	14.000	9.703	11.000	9.912	13.000	9.765	13.000	10.977	12.000
Gasto de ventas	1.046	966	955	1.100	1.046	1.066	955	1.300	1.046	1.266	955	1.000
Gasto financiero	769	976	829	1100	758	850	907	1200	668	655	850	1050
Impuestos y otros egresos	890	910	680	1700	890	910	680	1700	890	910	680	1700
Propiedad, planta y equipos, neto	2.032	2.172	2.146	2.212	123	132	130	134	123	132	130	134
Obligaciones financieras de corto plazo	1810	0	203	203	1810	0	203	203	1810	0	203	0
I Emisión de Obligaciones	333	833	333	833	333	833	333	833	333	833	-	500
II Emisión de obligaciones	-	-	1.250	-	1.250	-	1.250	-	1.250	-	1.250	-
Obligaciones financieras de largo plazo	0	1376	1526	1329	-	1230	980	-	1540	890	1120	-
Reclasificación resultados (y/o Dividendos)	0	0	0	0	0	404	399	412	339	362	358	369
Total egresos	41.047	49.267	47.593	54.817	37.209	42.325	40.357	50.782	40.777	43.783	37.944	41.753
Caja final	5.036	7.309	3.906	5.694	2.659	4.738	922	1.309	1.683	1.405	6.002	5.624

	ICESA S.A. 2021				2022			
	TRIM I	TRIM II	TRIM III	TRIM IV	TRIM I	TRIM II	TRIM III	TRIM IV
Caja Inicial	5.624	2.808	1.245	1.292	3.623	2.177	2.739	4.986
Ingresos								
Ventas de contado	25.381	35.197	27.867	41.717	31.381	32.197	29.867	33.217
Recuperación de cartera/ventas crédito	13.961	10.371	10.296	6.488	8.961	12.371	10.296	10.088
Otros ingresos	299	747	738	760	299	747	738	760
Propiedades de inversión	150	190	170	400	150	190	170	400
Activos intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-
Obligaciones financieras de corto plazo	-	-	3000	-	-	-	3000	-
II Emisión de obligaciones	-	-	-	-	-	-	-	-
Total ingresos	45.415	49.313	43.316	50.657	44.414	47.682	46.810	49.451
Egresos								
Costo de ventas	25.013	26.735	26.421	27.228	25.013	26.735	25.421	27.228
Gasto administrativo	9.765	16.000	11.177	12.000	10.765	13.000	11.977	13.000
Gasto de ventas	1.046	1.266	955	1.600	1.046	1.266	955	1.600
Gasto financiero	668	780	850	1500	668	780	850	1500
Impuestos y otros egresos	890	910	680	1700	890	910	680	1700
Propiedad, planta y equipos, neto	123	132	130	134	123	132	130	134
Obligaciones financieras de corto plazo	1810	0	203	203	1810	0	203	203
I Emisión de Obligaciones	333	833	-	500	333	833	-	500
II Emisión de obligaciones	1.250	-	1.250	-	1.250	-	1.250	-
Obligaciones financieras de largo plazo	1370	1050	-	1800	-	925	-	2000
Reclasificación resultados (y/o Dividendos)	339	362	358	369	339	362	358	369
Total egresos	42.607	48.068	42.024	47.034	42.237	44.943	41.824	48.234
Caja final	2.808	1.245	1.292	3.623	2.177	2.739	4.986	1.217