

Primera Emisión de Obligaciones (Estados Financieros enero 2017)**ICESA S.A.****Calificación**

Mariana Ávila

Subgerente de Análisis

mavila@icredecuador.com

Hernán López

Gerente General

hlopez@icredecuador.com

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

Definición de categoría

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

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

Fundamentos de Calificación

ICRE del Ecuador Calificadora de Riesgos S.A., en comité No. 22-2017, llevado a cabo el 13 de marzo de 2017; con base en los estados financieros auditados a diciembre de 2015 y no auditados a diciembre de 2016 estados financieros internos, proyecciones financieras, estructuración de la emisión y otra información relevante con fecha enero 2017, califica en Categoría AA (+), a la Primera Emisión de Obligaciones ICESA S.A.

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

- El emisor cuenta con una vasta trayectoria y prestigio en el mercado nacional e internacional que, aunado a una estructura administrativa y financiera que se está afianzando, potencia el buen funcionamiento de la compañía que proyecta implementar cambios positivos para la empresa como Prácticas de Gobierno Corporativo.
- La compañía mantiene un crecimiento promedio en ventas totales del 9%, con lo cual mantiene ventas promedio de USD

135 millones, permitiéndole tener un flujo de liquidez neto por encima de USD 2 millones.

- El costo de ventas se ha mantenido estable en los últimos tres años, teniendo una participación promedio de 64% sobre las ventas totales, lo que evidencia una estabilidad en el costo de las líneas de productos con los que comercializa la compañía. Y los gastos operativos representa el 37% de las ventas totales.
- ICESA S.A. proyecta tener un flujo positivo de USD 7,83 millones al término del cuarto trimestre del año 2020 luego de cubrir la Emisión de Obligaciones, con una estimación de crecimiento en sus ventas del 4%, el 50% por debajo del crecimiento histórico, evidenciando una liquidez neta del 5% sobre las ventas.
- ICESA S.A. arranca el primer trimestre del 2017 con un flujo positivo de USD 14,84 millones, de acuerdo a las proyecciones realizadas, se observa que el saldo final del flujo neto de caja presenta un decrecimiento promedio anual del 4%, lo cual refleja el 96% de participación del costo y el gasto sobre las ventas totales.

Objetivo del Informe y Metodología

El objetivo del presente informe es entregar la calificación de la Primera Emisión de Obligaciones ICESA S.A. como empresa dedicada a la comercialización de electrodomésticos y otros, a través de un análisis detallado tanto cuantitativo como cualitativo del entorno económico, posición del emisor y garante, solidez financiera y estructura accionarial del emisor, estructura administrativa y gerencial y posicionamiento del valor en el mercado.

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

empresa, administración de la empresa y del portafolio, características financieras y garantías que lo respaldan.

Conforme el Artículo 12 de la codificación de las resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores, 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 este. 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. Siendo éste el aspecto principal en aquellos casos en los que exista garantías y resguardo suficientes que aseguren de alguna forma el cumplimiento de la obligación.

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

La información que se suministra está sujeta, como toda obra humana, a errores u omisiones que impiden una garantía absoluta respecto de la integridad de la información.

La información que sustenta el presente informe es:

- Entorno macroeconómico mundial, regional y ecuatoriano.
- 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.
- Estados Financieros Auditados 2013-2015, con sus respectivas notas.
- Estados Financieros no auditados al 31 de diciembre 2016.
- Estados Financieros no auditados al 31 de enero 2016.

Emisor

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

- Estados Financieros no auditados al 31 de enero 2017.
- Detalle de activos y pasivos corrientes del último semestre.
- Depreciación y amortización del periodo 2013- diciembre 2016.
- Declaración Juramentada de los activos que respaldan la emisión con fecha diciembre 2016.
- Proyecciones financieras.
- Reseñas de la compañía.
- Otros documentos que la compañía consideró relevantes.

Con base a la información antes descrita, ICRE del Ecuador Calificadora de Riesgos S.A. analiza:

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

- La actividad principal que realiza la compañía es la comercialización y distribución de artículos nacionales e importados para el hogar, electrodomésticos, equipos de sonido, entre otros. ICESA S.A. mantiene diversos canales de distribución de sus productos, como son: Almacenes Japón, Orve Hogar, iStore, Samsung Experience Store, HP Store, Home Appliance, entre otros. En la actualidad la empresa opera con más de 564 sucursales a nivel nacional.

- 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 primera 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”.
- ICESA S.A. tiene por objeto social el dedicarse a la compra-venta, distribución, representación, importación, manufactura y exportación de todo tipo de accesorios y mobiliario para el hogar, artefactos y accesorios para uso doméstico, sean estos eléctricos o no; ventiladores, acondicionadores de aire, equipos de refrigeración y similares, ropa para hombres, mujeres y niños, lencerías y ropa de casa como manteles, sábanas, cobertores, edredones, toallas y todo tipo de ropa de casa y accesorios, entre otros muchos.
- ICESA S.A. 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. ICESA S.A. 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 está compuesta por cinco accionistas al 31 de enero de 2017, dos de estas inversiones son nacionales y las demás extranjeras.
- ICESA S.A. no cuenta con sindicatos ni comités de empresa y tampoco presenta conflictos laborales. Hasta diciembre de 2016, la compañía mantenía 1.095 empleados.
- Los ingresos de la compañía presentan un crecimiento promedio del 9% al cierre del periodo fiscal del año 2016, alcanzando un máximo de USD 141,88 millones en ventas totales, el 3% superior a las ventas registradas para el año 2015.
- El mix de ventas por marcas al 31 de enero de 2017 es el siguiente: almacenes Japón mantiene 61% de las ventas, Orve Hogar un 32%; las tiendas Samsung un 2%; iStore un 1%, y el 4% restantes se divide en diferentes marcas.
- La comparación interanual entre enero 2016 y enero 2017 muestra un ligero decremento del 1,6% en ventas, evento comprensible por la situación que atraviesa el sector en el que ICESA S.A. se desenvuelve.
- El crédito directo ofrecido a clientes, junto con el gobierno y su plan de subsidio a las cocinas de inducción, conforman más de las tres cuartas partes del financiamiento de ICESA S.A. a sus clientes.
- En relación al comportamiento interanual enero 2016 a enero 2017 presenta un crecimiento del 9%, llegando a los USD 6,44 millones, USD 0,53 millones superior al costo de ventas registrado para enero del año 2016.
- Producto del impacto combinado de incremento en ventas y del incremento del costo de ventas, el margen bruto para el año 2016 crece el 3%.
- La evolución del gasto operativo es variable, ya que al cierre del año 2016 representa el 33% del total de las ventas, llegando a los USD 45,32 millones, el 3% menos que el cierre del año 2015 que llegó a los USD 46,63 millones. Pese al comportamiento del gasto operativo, la utilidad operativa presenta un crecimiento del 40%, registrando un incremento del USD 2,16 millones
- El margen bruto de acuerdo al análisis interanual a enero 2016 – enero 2017 presenta un decremento del 19%, llegando a enero del año 2017 a los USD 2,94 millones, USD 0,68 millones por encima del margen bruto presentado a enero de 2016.
- El crecimiento de los gastos operativos para este periodo del 27% da como resultado que para el cierre del primer mes de operación del año 2017 una pérdida neta por USD 1,64 millones.
- Entre enero de 2016 y el mismo mes del 2017, los activos totales crecen un 15%, llegando a los USD 89,64 millones. Este aumento es producto de un aumento de 4% en el activo corriente (sobre todo por un aumento de USD 6,63 millones en inventarios) y un aumento del 65% en el activo no corriente por un incremento en USD 9,8 millones en propiedad, planta y equipo.
- Con fecha 31 de enero de 2017, ICESA S.A. mantiene USD 23,29 miles en cuentas por cobrar comerciales, presentando una cartera vencida por USD 16,58 millones, adicionalmente presenta USD 5.176 miles en otras cuentas por cobrar.
- La deuda financiera corriente de la compañía a enero 2017 presenta un incremento del 51% respecto al mismo periodo de 2016; de igual forma, las obligaciones con instituciones financieras en el largo plazo presentan un aumento del 232% en el mismo periodo. Al mismo tiempo, el apalancamiento con proveedores tanto locales como exteriores ha disminuido (-21% en locales y -30% en exteriores), demostrando de esta forma un mayor apalancamiento en las instituciones financieras.
- El pasivo total aumentó USD 5,47 millones en comparación a enero de 2016, cambio que se presenta principalmente por un aumento del 105% en los pasivos no corrientes y un decremento del 4% en los pasivos corrientes.
- Los pasivos corrientes al 31 de enero de 2017 presentan una participación del 75% de los pasivos totales, siendo las obligaciones financieras del corto plazo la cuenta más representativa del mismo con el 32% de participación, llegando a los USD 21,61 millones.
- Por su lado, los pasivos no corrientes se han incrementado un 105% en relación a enero 2016, alcanzando la suma de USD 14,79 millones, USD 7,56 millones más que el mismo periodo anterior. Las obligaciones financieras son la cuenta más

representativa con un 16% de participación y un 232% de incremento interanual.

- El patrimonio mantiene un comportamiento de crecimiento del 27% al cierre del periodo fiscal 2016, llegando a los USD 24,26 millones, básicamente por el incremento en las reservas de USD 8,32 millones, efecto de revalorización de activos fijos al incrementar los edificios en el 292% con respecto del año 2015. Históricamente el 66% del patrimonio se encuentra conformado por el capital social y resultados acumulados.

Instrumento

- Con fecha 03 de febrero de 2017, la Junta General Extraordinaria de Accionistas de ICESA S.A. autorizó la Emisión de Obligaciones de largo plazo por un monto de hasta USD 8.000.000,00. Este monto se compone de dos clases, cada una con un monto de USD 4.000.000,00.

Las obligaciones se emitieron en dos clases (CLASE A y CLASE B), hasta por un monto de USD 4.000.000,00 cada una, de acuerdo al siguiente detalle:

CLASE	A	B
Monto	USD 4.000.000	USD 4.000.000
Plazo	1.080 días	1.440 días
Tasa interés	8,00%	8,50%
Pago intereses	Trimestral	Trimestral
Pago capital	Trimestral	Semestral

La emisión está respaldada por una garantía general y amparada por los siguientes resguardos:

GARANTÍAS Y RESGUARDOS

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 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.

Mantener durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el Artículo 13 del Capítulo III del Título III de la Codificación de Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores, la Ley de Mercado de Valores (Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero) y demás normas pertinentes.

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.

- El capital social representó en el 2016 el 36% del patrimonio (38% a enero de 2017). A enero de 2017 crece el patrimonio en USD 1,6 millones frente a diciembre 2016, fruto de la pérdida registrada en el mes de enero.
- El patrimonio pasó de financiar el 28,5% de los activos en 2014 a financiar el 25,9% de los activos en 2016 (25,2% para enero 2017).

- La presente Emisión de Obligaciones está respaldada por Garantía General, lo que conlleva a analizar la estructura de los activos de la compañía, al 31 de enero de 2017, ICESA S.A. posee un total de activos de USD 89,65 millones, de los cuales USD 77,51 millones son activos libres de gravamen.
- Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo apreciar que la compañía, con fecha 31 de enero de 2017, presentó un monto de activos libres de gravamen de USD 72,9 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 58,3 millones, determinando por lo tanto que los activos libres de gravamen representan el 81,41% de los activos totales de ICESA S.A. Además, el monto máximo para la presente emisión es de USD 58.388.111,20.

Riesgos previsibles en el futuro

Según el Numeral 1.7 del Artículo 18 del Capítulo III del Subtítulo IV del Título II de la Codificación de Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores, ICRE del Ecuador Calificadora de Riesgos

S.A. identifica como riesgos previsibles asociados al negocio, los siguientes:

- Riesgo sistémico, que afecta a todo el sistema y que puede materializarse cuando, sea cual fuere el origen del fallo que afecte al sistema, el incumplimiento de las obligaciones por parte de una entidad participante en dicho sistema 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.
- Promulgación de nuevas medidas impositivas, incrementos de aranceles, restricciones de importaciones u otras políticas gubernamentales que son una constante permanente que genera incertidumbre para el mantenimiento del sector. De esta forma se incrementan los precios de los bienes importados, para mitigar este riesgo, ICESA S.A. cuenta con proveedores locales y exteriores, además de contar con empresas relacionadas productores de bienes comercializados por ICESA S.A.
- Las regulaciones como los cupos o las normas INEN al momento de realizar la importación de los diferentes productos presenta una barrera. ICESA S.A. mitiga este riesgo tramitando personalmente 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, con la finalidad de reducir el riesgo y tener una mayor diversificación del mismo, la compañía cuenta con adecuadas políticas de crédito, con un análisis detallado del cliente.

De acuerdo al Numeral 1.8 del Artículo 18, Subsección IV, Sección IV, Capítulo III, Subtítulo IV del Título II de la Codificación de las Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores, los riesgos a los que están expuestos los activos libres de gravamen que respaldan la emisión son:

- Afectaciones causadas por factores como catástrofes naturales, robos e incendios en los cuales los inventarios se pueden ver afectados, total o parcialmente, lo que generaría pérdidas económicas a la compañía. El riesgo se mitiga con una póliza de seguros que mantienen sobre los activos.

- Al ser el 31% de los activos correspondiente a inventarios, existe el riesgo de que estos sufran daños, por mal manejo, por pérdidas u obsolescencias. La empresa mitiga el riesgo través de un permanente control de inventarios evitando de esta forma pérdidas y daños.
- Uno de los riesgos que puede mermar la calidad de las cuentas por cobrar que respaldan la emisión son escenarios económicos adversos que afecten la capacidad de pago de los clientes a quienes se ha facturado. Sin embargo, la diversificación de clientes que mantiene la empresa mitiga este riesgo.
- Los activos fijos que resguardan la emisión pueden verse afectados por catástrofes naturales, robos, incendios, entre otros. Esto generaría pérdidas económicas a la compañía.

ICESA S.A. no mantiene cuentas por cobrar a compañías relacionadas, con lo que se da cumplimiento a lo establecido en el Numeral 1.9 del Artículo 18, Subsección IV., Sección IV, Capítulo III, Subtítulo IV del Título II, de la Codificación de las Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores, que contempla las consideraciones de riesgo cuando los activos que respaldan la emisión incluyan cuentas por cobrar a empresas vinculadas.

El resumen precedente es un extracto del informe de la Primera Emisión de Obligaciones de 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

Primera Emisión de Obligaciones (Estados Financieros enero 2017)

ICESA S.A.

Entorno Macroeconómico

ENTORNO MUNDIAL

El año 2016 cerró con un crecimiento mundial estimado del 3,1%, debido al bajo precio de las materias primas, acontecimientos políticos y sucesos de carácter natural cuyo efecto agudizó el desempeño de las economías. En este año, se prevé una ligera aceleración económica, proyectando el crecimiento mundial en 3,4% y en 3,6% para el 2018¹.

De manera particular, las economías avanzadas proyectan un tenue crecimiento económico del 1,9% para este 2017 y 2% para el 2018; cabe mencionar que estas proyecciones están rodeadas de incertidumbre debido al cambio de gobierno de los Estados Unidos de Norteamérica, el cual podría adoptar medidas de política económica que generarían efectos económicos a nivel mundial. Por otro lado, las Economías de Mercados Emergentes y en Desarrollo (EMED) proyectan un dinamismo económico mucho más optimista para el 2017 con un crecimiento proyectado de 4,5% y para el 2018 se proyecta un repunte que alcance el 4,8%.

Otro organismo de monitoreo económico como el Banco Mundial es menos optimista que el Fondo Monetario Internacional, proyectando para el 2017 una aceleración en el crecimiento económico mundial del 2,7%, por las expectativas que giran en torno a la disminución de los obstáculos en las actividades de los exportadores. Para el Banco Mundial², las proyecciones de las economías avanzadas apuntan a un crecimiento económico del 1,8% para este año, derivada del estímulo fiscal en las principales economías, en particular, de los Estados Unidos de Norteamérica. Para las EMED, este organismo proyecta una mayor recuperación económica que para las economías avanzadas, repuntando su crecimiento económico en un 4,2%.

Con respecto a la Zona Euro, se espera que este año tenga un ligero crecimiento en su economía del 1,9%, según la Rama Ejecutiva de la Unión Europea. Los bajos precios del petróleo, los créditos a menores costos y la depreciación del euro continuarán impulsando la expansión en la Zona Euro, pero ésta se verá opacada por un “ajuste desordenado” en China y por la posibilidad de tasas de interés más altas en Estados Unidos³. Según la Consultora PwC, las economías de

la periferia de la Zona Euro crecerán más rápido que las economías del centro de la zona, por cuarto año consecutivo. Se espera que el PIB de Irlanda se expanda a más del 3% anual, y que Francia y Holanda sean las economías que más crezcan a un ritmo de 1,5% anual⁴.

La región asiática sigue liderando el crecimiento económico mundial. Según el informe sobre las perspectivas regionales para Asia y el Pacífico emitido por el FMI, las perspectivas de crecimiento son favorables, tomando en cuenta el desacelerado crecimiento de China, sin embargo, la Región proyecta un crecimiento del 5,3% para el 2017. Es importante mencionar que la Región sufre un crecimiento desigual, causado por los modelos de inversión que los países están adoptando, proyectándose para el año 2017 un crecimiento económico del 6,2% para China, 0,6% para Japón y 7,6% para India⁵.

El dinamismo económico mundial para el 2017 se caracteriza por mantenerse en un escenario de incertidumbre, debido a que es un año electoral para gran parte de los países europeos y americanos. Las políticas proteccionistas que se implantan en Estados Unidos retentan al comercio mundial, debido a que este país es el primer importador y el segundo mayor exportador del mundo⁶.

Por otro lado, la Unión Europea implanta mecanismos de protección agraria, inyectando programas de incentivo a la producción agraria y de manera más específica a la producción de banano⁷; esto genera preocupación para los países primario-exportadores, cuyas expectativas se debilitan a nivel competitivo.

¹<http://www.imf.org/external/spanish/pubs/ft/weo/2017/update/01/pdf/0117s.pdf>

²<http://www.bancomundial.org/es/news/press-release/2017/01/10/global-growth-edges-up-to-2-7-percent-despite-weak-investment>

³<http://www.forbes.com.mx/eurozona-preve-crecimiento-moderado-en-2016-y-2017/#gs.xOYhps8>

⁴<http://eleconomista.com.mx/economia-global/2017/01/13/5-predicciones-economia-mundial-2017>

⁵ <https://www.imf.org/external/Pubs/FT/REO/2016/apd/eng/pdf/areo1016spa.pdf>

⁶ Diario El Comercio, “Proteccionismo reta al comercio mundial”, lunes 6 de febrero de 2017, página 5.

⁷ Diario El Comercio, “UE ratificó protección para banano”, lunes 3 de febrero de 2017, página 5.

ENTORNO REGIONAL

En lo que respecta a América Latina, la región ha experimentado una desaceleración de su actividad económica desde el 2012 con tasas de crecimiento modestas, debido al marcado descenso en los precios de las materias primas que han oscilado entre 30% y 50% en relación a su valor máximo, dependiendo del país. Según el informe elaborado conjuntamente por el Centro de Desarrollo de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), la Comisión Económica de las Naciones Unidas para América Latina y el Caribe (CEPAL) y el Banco de Desarrollo de América Latina (CAF), las estimaciones de crecimiento económico de la Región durante el 2016 sufrieron una contracción entre -0,5% y -1%, esto también causado por la fuerte contracción experimentada por Brasil y Venezuela, países que representan el 45% del PIB del Bloque Regional. Sin embargo, para el 2017 se evidencia un repunte con un crecimiento proyectado entre el 1,5% y 2%⁸.

Una visión particular de las economías con mayores hechos relevantes que influyen en el comportamiento del Bloque Regional comienza por describir a las economías centroamericanas, las cuales lograron un crecimiento estimado entre el 2,3% y el 6%, siendo este último porcentaje el de la economía que más creció en 2016. Asimismo, las economías caribeñas tuvieron un crecimiento que fue desde 0,5% a 4,4%; sin tomar en cuenta a Surinam y Trinidad y Tobago, las cuales podrían entrar en recesión. Por su parte, los países andinos obtuvieron crecimientos entre el 0,5 y el 4,5%, excepto Ecuador y Venezuela, cuyas economías todavía están en una contracción⁹. Las economías caracterizadas por su notable crecimiento en anteriores periodos como Argentina y Brasil, sufrieron una contracción y en el caso de Brasil, continúa estancada en su peor recesión desde hace tres décadas.¹⁰

Las proyecciones para el 2017 son levemente alentadoras, pronosticando un crecimiento del 1,2%, ocasionado por la recuperación gradual en los precios de las materias primas. De manera particular, se

espera que Brasil crezca a un 0,5% gracias a la reducción de las dificultades internas; por otra parte, la economía mexicana atraviesa por una desaceleración con un crecimiento del 1,8%, causada por la caída de la inversión, efecto derivado de la incertidumbre política de Estados Unidos. Para Argentina se espera un crecimiento del 2,7%, mientras que, para Venezuela, afectada todavía por una profunda recesión, se prevé una contracción del 4,3%. Para los países del Caribe se proyecta un crecimiento en términos generales del 3,1%¹¹.

Para la mayoría de países del bloque, está previsto que los déficits por cuenta corriente alcancen su nivel máximo en el 2017 y gradualmente se vayan reduciendo hasta niveles más moderados, tomando en cuenta que en algunos países la inversión extranjera directa (IED) no es suficiente para financiar dichos déficits, lo que exige un reequilibrio para evitar desbalances externos¹². Según las proyecciones del Fondo Monetario Internacional, el Bloque Regional Latinoamericano y del Caribe, después de la contracción de 0,7% estimada en el 2016, se espera que tenga una recuperación y crecimiento del PIB del 1,2% para este año¹³.

El Banco Mundial, a su vez, registró una contracción del 1,4% en el PIB de la Región en el año 2016¹⁴ causada principalmente por la caída de los precios de materias primas y petróleo, manifestando un segundo año de recesión para la Región, suceso que se produce por primera vez en treinta años.

Además, la CEPAL advierte que la Región sigue mostrando la mayor desigualdad en la distribución de ingresos. Más de 100 millones de habitantes viven en hogares pobres o de clase media vulnerable, con servicios de mala calidad, empleos precarios, ahorros escasos e informales y poca movilidad social, constituyendo una tarea ardua para los gobiernos de la Región, buscar el crecimiento y desarrollo económico que mejore la calidad de vida de la población latinoamericana.

ENTORNO ECUATORIANO

La economía ecuatoriana, apegada al comportamiento económico de la Región, atraviesa por una recesión económica de la cual todavía no puede recuperarse. Según el Foro Económico Mundial, cerró el 2016 ubicándose en el lugar 91 de un ranking de 138 países¹⁵ en la determinación del Índice de Competitividad Global (ICG), el cual indica que la competitividad del Ecuador se ve afectada en la calificación de los doce pilares tomados en cuenta para el cálculo de este

Índice, debido al deterioro principalmente de factores como la eficiencia en mercado laboral, los impuestos y el desempeño gubernamental.

Durante el 2016, Ecuador se enfrentó a diversos factores que agudizaron el desempeño económico, desastres naturales, los precios bajos de las materias primas y la subida de las tasas de interés de Estados Unidos,¹⁶ que generaron una nueva apreciación del dólar. Con

⁸<https://globalconnections.hsbc.com/mexico/es/articles/perspectivas-economicas-de-america-latina-2017>

⁹http://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/40721/LCG2689_es.pdf?sequence=1&isAllowed=y

¹⁰ <http://www.efe.com/efe/america/economia/la-economia-brasilena-completa-dos-anos-en-recesion/2000011-2943010>

¹¹ <http://www.bancomundial.org/es/news/press-release/2017/01/10/global-growth-edges-up-to-2-7-percent-despite-weak-investment>

¹²http://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/40721/LCG2689_es.pdf?sequence=1&isAllowed=y

¹³<http://www.eluniverso.com/noticias/2017/01/23/nota/6012973/economia-america-latina-se-expandira-2017-segun-fmi>

¹⁴ <http://www.nytimes.com/es/2017/01/17/america-latina-no-superara-su-bajo-crecimiento-en-2017-segun-el-fmi-y-el-banco-mundial/>

¹⁵<http://reports.weforum.org/global-competitiveness-index/country-profiles/#economy=CHE>

¹⁶ http://www.bbc.com/mundo/noticias/2015/12/151216_economia_aumenta_tasas_interes_estados_unidos_fed_if

el fin de volverse más competitivo en el contexto comercial internacional, Ecuador firmó un acuerdo multipartes con la Unión Europea, con el cual productos agrícolas de interés, como flores, atún, camarón, café, frutas tropicales, que representan aproximadamente USD 1,5 millones en exportaciones, tendrán arancel cero de forma inmediata. Adicionalmente se obtuvo acceso al mercado europeo para nuevos productos como maíz, arroz y panela¹⁷.

En cuanto a la innovación, Ecuador en el 2016 ocupó el puesto número 100 en el ranking de 128 países evaluados por la Organización Mundial de Propiedad Intelectual,¹⁸ mientras que presenta la posición 53 de 133 países en el Índice de Progreso Social creado por la ONG Social Progress Imperative, con sede en EEUU¹⁹.

El Presupuesto General del Estado para el año 2016 fue de USD 29.835 millones, considerando un precio del petróleo de USD 35. Sin embargo, el terremoto ocurrido en el mes de abril y el pago realizado a la empresa norteamericana OXY, obligó a reajustar el presupuesto en USD 32.703 millones.²⁰ El Presupuesto General del Estado aprobado para el 2017 es de USD 29.834,96.²¹

El saldo de la deuda consolidada en el año 2016 cerró con un monto de USD 26.792 millones, representando el 27,8% del PIB y mostrando un incremento de USD 5.520 millones con relación al año 2015. La deuda agregada cerró en USD 38.118 millones, representando el 39,6% del PIB²². Es importante mencionar, la nueva emisión de bonos soberanos por USD 1.000 millones a una tasa del 9,125% con vencimiento al 13 de diciembre de 2026,²³ hecho que incrementa la deuda contraída por el Estado, sumándose al desembolso de USD 364 millones para la reconstrucción de las zonas afectadas por el terremoto de abril de 2016 realizado por el FMI. Por otro lado, se ha dado una disminución de la deuda interna, fruto de que el 3 de febrero de 2017, se presenta la eliminación del rubro correspondiente a "Deuda de Gobierno" por USD 2.506,7 millones registrados en los estados financieros del IESS a septiembre de 2016, hecho que evidentemente disminuye la deuda del Estado.

COLOCACIÓN DE BONOS ECUATORIANOS			
AÑO DE EMISIÓN	MONTO EN USD MILLONES	AÑO DE VENCIMIENTO	RENDIMIENTO
2014	2.000	2024	7,95%
2015	750	2019	10,5%
2015	750	2019	8,5%
2016 (junio)	1.000	2022	10,75%
2016 (sept.)	1.000	2022	10,75%
2016 (dic.)	750	2026	9,65%
2017	1.000	2026	9,1%

Tabla 1: Colocación de Bonos Ecuatorianos
Fuente: Ministerio de Finanzas; Elaboración: ICRE

El Riesgo País medido con el EMBI al 3 de febrero del presente año se encuentra en 619 puntos,²⁴ efecto de la deuda explicada anterior y la incertidumbre causada por el cambio de gobierno en este año,

además estos hechos causan cierto grado de suspenso en las líneas de crédito de los organismos internacionales de financiamiento.

En cuanto a las proyecciones, el FMI prevé decrecimientos durante cinco años seguidos a partir del año 2016. Para el año 2017, prevén una variación del crecimiento del -2,7%, a su vez, la CEPAL proyecta un leve crecimiento del 0,3%, mientras el Banco Mundial pronostica un escenario más optimista con un crecimiento del 0,8%²⁵. El Banco Central del Ecuador calculó una variación interanual al tercer trimestre de 2016 del -1,6%, mostrando una recuperación del 0,5% respecto al segundo trimestre del mismo año²⁶. Para el 2017, esta misma institución tiene una previsión de crecimiento del 1,42% tomando en cuenta expectativas optimistas con un pronóstico de crecimiento en las exportaciones del 11,9%, considerando el aumento moderado en los precios del crudo²⁷.

De acuerdo al Boletín de Comercio Exterior de Proecuador, correspondiente a enero de 2017, durante el periodo de enero-octubre del 2016 se presentó un superávit en la balanza comercial total de USD 1.064 millones. Las exportaciones decrecieron en un 12%, al comparar con el mismo periodo respecto al año 2015, así mismo, las importaciones decrecieron en un 27,3%.

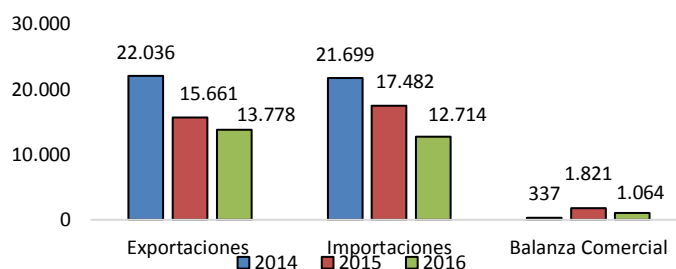


Gráfico 1: Balanza Comercial Total FOB (millones USD)
Fuente: Proecuador; Elaboración: ICRE

Al realizar el análisis de la balanza comercial petrolera y no petrolera, se evidencia que la primera fue superavitaria en USD 2.338 millones durante los meses de enero a octubre del 2016, mientras que la balanza no petrolera fue deficitaria en USD 1.274 millones para el mismo periodo de análisis.

¹⁷ <https://www.bce.fin.ec/index.php/component/k2/item/788>

¹⁸ http://www.wipo.int/edocs/pubdocs/en/wipo_pub_gii_2016-intro5.pdf

¹⁹ <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/mx/Documents/about-deloitte/indice-Prgreso-Social-2016.pdf>

²⁰ <http://www.elcomercio.com/actualidad/presupuesto-ecuador-oxy-terremoto-proveedores.html>

²¹ <http://www.finanzas.gob.ec/el-presupuesto-general-del-estado/>

²² <http://www.elcomercio.com/actualidad/deuda-ecuador-finanzas-economia.html>

²³ <http://www.elcomercio.com/cartas/deuda-consolidada-cartas-opinion.html>

²⁴ <http://www.ambito.com/economia/mercados/riesgo-pais/info/?id=5&desde=27/12/2015&hasta=27/01/2017&pag=1>

²⁵ Diario El Comercio, "Latinoamérica espera un repunte para el 2017", lunes 2 de enero de 2017, página 5.

²⁶ https://www.bce.fin.ec/images/BANCO_C_ECUADOR/PDF/presentacion-balanza-pago-29122016.pdf

²⁷ <http://www.eluniverso.com/noticias/2017/01/10/nota/5989852/cifras-crecimiento-pib-2017-difieren-segun-institucion>

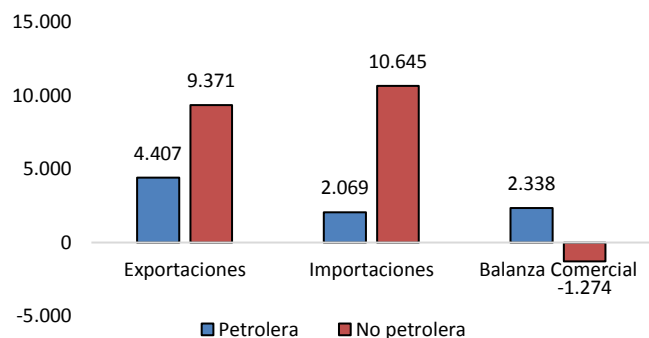


Gráfico 2: Balanza comercial petrolera y no petrolera FOB (millones USD)
Fuente: Procuador; Elaboración: ICRE

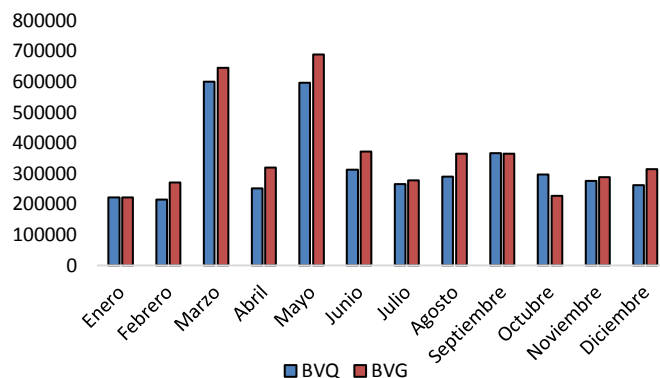


Gráfico 3: Historial de montos negociados BVQ y BVG
Fuente: BVQ; Elaboración: ICRE

A diciembre de 2016, existían 291 emisores, sin incluir fideicomisos o titularizaciones. El sector comercial tiene la mayor cantidad de emisores en el mercado.

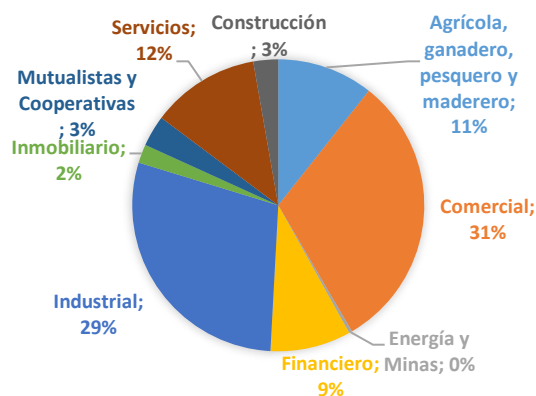


Gráfico 4: Número de emisores por sector
Fuente: BVQ; Elaboración: ICRE

Las provincias con mayor concentración de emisores son Guayas (152), Pichincha (100) y Azuay (11)³⁰.

La inflación acumulada para enero de 2016 terminó con un 3,09%. La inflación acumulada para enero de 2017 fue de 0,09%, según el BCE.

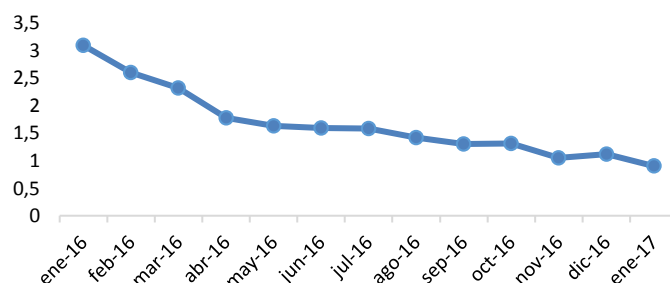


Gráfico 5: Inflación acumulada
Fuente: BCE; Elaboración: ICRE

Las cifras graficadas corresponden al WTI, de acuerdo al Banco Central del Ecuador en su página web; el precio del WTI registró un valor de USD 53,83 al 3 de febrero de 2017.

MACROECONOMÍA	
Ingreso per cápita (proyección 2017)	USD 5996,2
Inflación anual (enero 2017) *	0,09%
Inflación mensual (diciembre 2016) *	0,16%
Salario básico unificado	USD 375
Canasta familiar básica (diciembre 2016) *	USD 700,96
Tasa de empleo adecuado (diciembre 2016) *	41,2%
Tasa de desempleo (diciembre 2016) *	5,2%
Precio crudo WTI (3 de febrero de 2017)	USD 53,83
Precio crudo Oriente (3 de febrero de 2017)	USD 47,88
Riesgo país (3 de febrero de 2017) *	619 puntos
Deuda como porcentaje del PIB (diciembre 2016)	27,8%
Tasa de interés activa (febrero 2017)	8,25%
Tasa de interés pasiva febrero 2017)	5,07%
Deuda pública agregada (diciembre 2016) millones USD	38.118
Deuda pública consolidada (diciembre 2016) millones USD	26.792

(*) Última fecha de información disponible

Tabla 2: Indicadores macroeconómicos

Fuente: FMI, INEC, SIN, Ministerio de Finanzas, BVG, Ambito.com y BCE; Elaboración: ICRE

ÍNDICES FINANCIEROS	
Tasa máxima productiva corporativa	9,33%
Tasa máxima productiva empresarial	10,21%
Tasa máxima productiva PYMES	11,83%
Tasa efectiva máxima consumo	17,30%

Tabla 3: Índices financieros enero 2017

Fuente: BCE; Elaboración: ICRE

MONTOS NEGOCIADOS		
BOLSA	USD	%
BVQ	3.303.878	24%
BVG	10.676.665	76%

Tabla 4: Montos negociados al 3 de febrero de 2017

Fuente: BVQ²⁸; Elaboración: ICRE

De acuerdo a la información provista por la Bolsa de Valores Quito, la composición de los montos negociados presentó una concentración de negociaciones de renta fija del 99,48% comparado con sólo un 0,52% en renta variable. En lo que concierne al tipo de mercado, el 80% corresponde a las negociaciones de mercado primario y el 20% al mercado secundario. Al 3 de febrero de 2017 se registró un monto total negociado a nivel nacional de USD 13.980.543²⁹, mientras que el Índice Ecuindex alcanzó 1.075,09 puntos al 6 de febrero de 2017, reflejando un leve decrecimiento en la última semana.

²⁸ <http://www.bolsadequito.info/estadisticas/informacion-estadistica/>

²⁹ Ídem

³⁰ Ídem

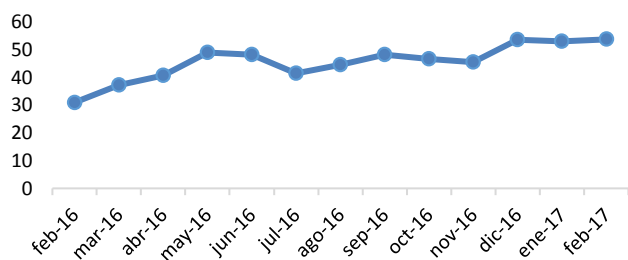


Gráfico 6: Evolución precio Barril WTI

Fuente: BCE; Elaboración: ICRE

La tasa de interés activa al 3 de febrero de 2017 se sitúa en 8,25%, mientras que la tasa de interés pasiva en 5,07%, según el BCE.

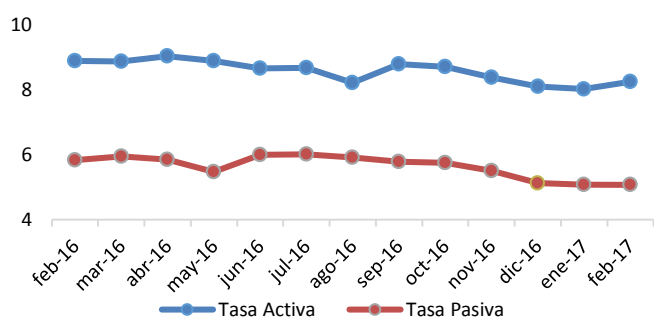


Gráfico 7: Tasa activa y pasiva

Fuente: BCE; Elaboración: ICRE

La mayor cantidad de PYMES al 30 de diciembre de 2016, se concentran en Guayas (72) y Pichincha (38).

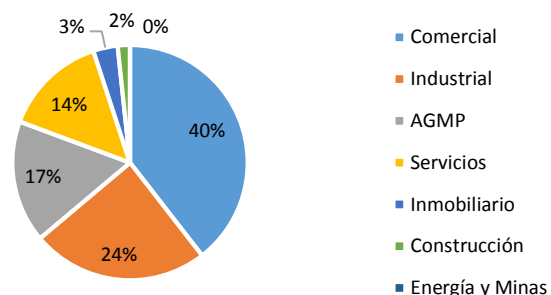


Gráfico 8: PYMES en el mercado bursátil

Fuente: BVQ; Elaboración: ICRE

En cuanto a la recaudación de impuestos en Ecuador se incrementó en un 12% entre enero de 2016 y el mismo mes de 2017. En enero de 2016, la recaudación total fue de USD 1.143 millones, mientras que, para enero de 2017, la cifra se incrementó a USD 1.279 millones, lo que es signo claro de la recuperación económica del país³¹.

Con lo antes expuesto se da cumplimiento a lo establecido en el Numeral 1, del Artículo 19, Subsección IV. ii, Sección IV, Capítulo III, Subtítulo IV, Título II de la Codificación de las Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores.

Sector comercial

El sector comercial hace referencia a las actividades socioeconómicas consistentes en la compra y venta de bienes y servicios para su uso, venta o transformación.

El comercio mundial y el PIB tienden a crecer a la par, a pesar de que el comercio está sujeto a cambios más bruscos, sobre todo cuando disminuye. El PIB mundial y las exportaciones mundiales de mercancías fluctúan juntas, pero el crecimiento de las exportaciones es más volátil que el PIB³².

Cabe recalcar que, a pesar de las distintas crisis financieras, la participación del comercio mundial en el PIB es actualmente muy superior a la que era hace 20 años.

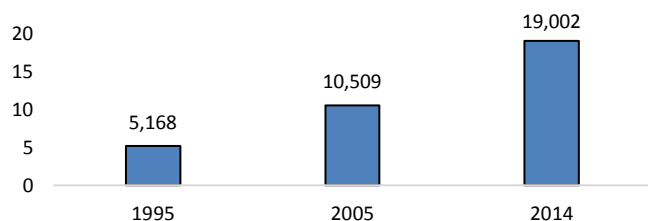


Gráfico 9: Exportaciones mundiales de mercaderías (Billones USD)

Fuente: OMC Elaboración: ICRE

En 2015, China fue, una vez más, el mayor exportador de mercancías del mundo; los Estados Unidos, por su parte, fue el mayor importador. Los cinco principales países comerciantes concentraron más de un tercio del comercio mundial; a los tres primeros de esos países les correspondió más de un cuarto del comercio mundial como se observa en el siguiente gráfico.

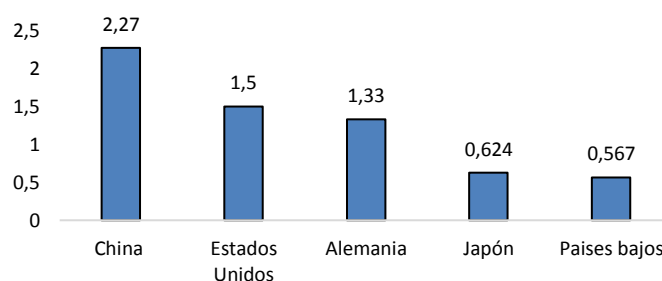


Gráfico 10: Principales exportadores 2015 (Billones USD)

Fuente: OMC Elaboración: ICRE

Estados Unidos siguió ocupando el primer puesto entre los países de servicios comerciales. China, que ocupó el segundo puesto, fue la única economía con una tasa positiva de crecimiento tanto de las exportaciones como de las importaciones. En 2015, todas las

31 <http://www.cesla.com/detalle-noticias-de-ecuador.php?id=27877>

32 https://www.wto.org/spanish/res_s/statistics/its2015_s/its15_highlights_s.pdf

regiones, con excepción del Oriente Medio, vieron disminuir sus exportaciones de servicios.³³

La debilidad del comercio en 2015 se explica por diversos factores, entre otros la desaceleración de la economía china, la grave recesión del Brasil, la caída de los precios del petróleo y otros productos básicos y la volatilidad cambiaria.³⁴

Durante el primer trimestre de 2016, el valor del comercio de mercancías pareció estabilizarse gracias a que el dólar frenó su subida y los precios del petróleo iniciaron una modesta recuperación; no obstante, persiste la incertidumbre sobre las perspectivas para el conjunto del año.³⁵

A pesar de las tensiones y la desaceleración del comercio acontecida en el 2016, las perspectivas de crecimiento mundial son positivas para 2017. El FMI prevé un crecimiento del 3,4 % (frente a 3,1 en 2016), el cual estará variando por el desempeño de la economía estadounidense, si bien son altas las expectativas sobre el efecto que tendrá la era Trump sobre la geopolítica y la economía mundial, y el de las economías emergentes. En cuanto a América Latina, se espera una leve recuperación en 2017 del 1,6 %, frente a -0,6 % de 2016.³⁶

Por otro lado, el comercio es uno de los principales componentes del PIB en el Ecuador, aportando el 10% al tercer trimestre de 2016, este sector ha presentado una disminución del 6,15% frente al tercer trimestre de 2015.

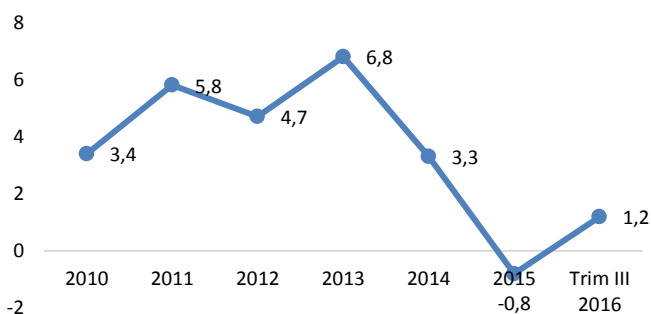


Gráfico 11: Tasas de variación anual comercio 2004- Trim III 2016³⁷
Fuente: BCE Elaboración: ICRE

En junio de 2016, el 18,3% de la población económicamente activa se dedicaba al comercio, valor inferior al registrado en diciembre 2015 (18,9%).

Las exportaciones e importaciones de mercancías en el Ecuador, tanto de bienes de consumo como bienes de capital, han tenido una tendencia decreciente a partir del 2014, en el siguiente gráfico se puede apreciar el comportamiento de las importaciones y exportaciones trimestrales en millones de dólares entre el primer trimestre de 2014 y el segundo trimestre de 2016:

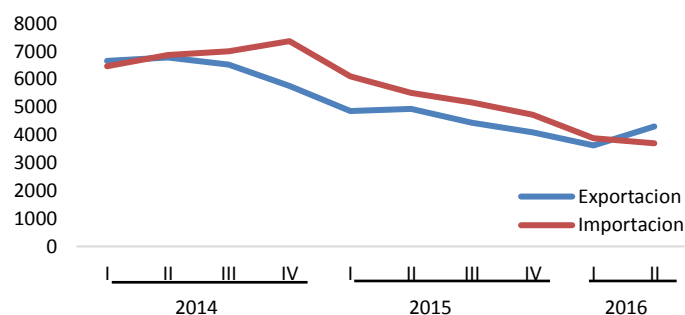


Gráfico 12: Importaciones y Exportaciones trimestrales (millones USD)
Fuente: OMC; Elaboración: ICRE

Las importaciones según el BCE entre enero y julio de 2016 con relación al 2015 cayeron en un 34,2%, en parte por las salvaguardias y la coyuntura económica.³⁸

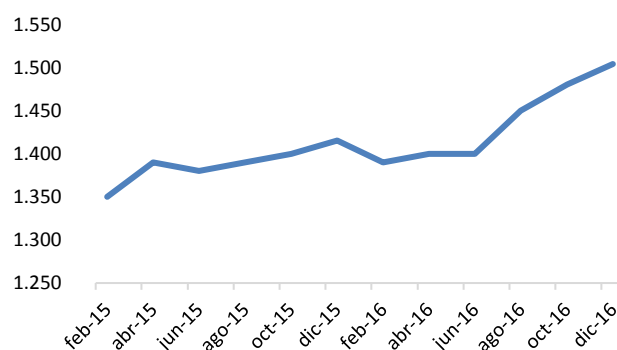


Gráfico 13: Tasas de variación anual comercio 2004- Trim III 2016³⁹
Fuente: BCE Elaboración: ICRE

De acuerdo al estudio de opinión empresarial realizado por Banco Central del Ecuador con fecha enero de 2017, el ICE (Índice de Confianza Empresarial) en el sector comercio fue de 1.478 puntos, registrando un decremento de 26,7 puntos respecto del mes anterior. El ciclo del ICE del comercio se ubicó 1,2% por debajo de la línea de tendencia de crecimiento de largo plazo.

Dicho estudio de opinión empresarial, abarca 246 empresas del sector comercial en todo el país, de las cuales a continuación se muestra como ha variado el empleo, el valor de las ventas, el nivel de inventarios y la situación del negocio.

Personal Ocupado: la demanda laboral del sector comercial sigue presentando variaciones negativas mes a mes; y, a enero de 2017 registró una reducción del 1,0% con respecto a diciembre de 2016. Los empresarios de este sector consideran que para febrero de 2017 la variación sería negativa en un 0,4%.

Valor de las ventas: el valor de las ventas en enero de 2017 en 10,4% con respecto al mes anterior. Los empresarios de este sector

³³ https://www.wto.org/spanish/res_s/statistics/wts2016_s/WTO_Chapter_05_s.pdf

³⁴ https://www.wto.org/spanish/res_s/statistics/wts2016_s/WTO_Chapter_03_s.pdf

³⁵ Idem.

³⁶ <http://www.elespectador.com/noticias/economia/les-ira-economia-y-al-comercio-el-2017-articulo-673666>

³⁷ <https://www.bce.fin.ec/index.php/component/k2/item/763>

³⁸ <http://www.elcomercio.com/actualidad/sobretasas-ropa-vodka-aranceles-comercio.html>

³⁹ <https://www.bce.fin.ec/index.php/component/k2/item/763>

tor consideran que para febrero de 2017 el valor en ventas disminuiría en 1,6%. Este comportamiento se repite cada año por el término de las festividades de diciembre.

Nivel de Inventarios: en enero de 2017 el 84% de las empresas del sector comercial mencionaron tener un nivel normal de inventarios, 8 puntos porcentuales más que en diciembre de 2016. El promedio de empresas que durante el periodo de enero de 2016 y enero de 2017 reportó niveles normales de inventarios fue de 73%.

Situación del negocio: en enero de 2017, la cantidad de empresas del sector comercial que mencionan estar mejor fue inferior al número de empresas que mencionan estar peor; lo que se refleja en el saldo de -16%. Por otro lado, la expectativa para febrero de 2017 también es negativa, pero en menor proporción, pues se prevé que dicho saldo sería de -3%.

En el caso puntual de electrodomésticos, en el Ecuador existe la ASADELEC (Asociación de Almacenes de Electrodomésticos del Ecuador) cuyos principales actores son:

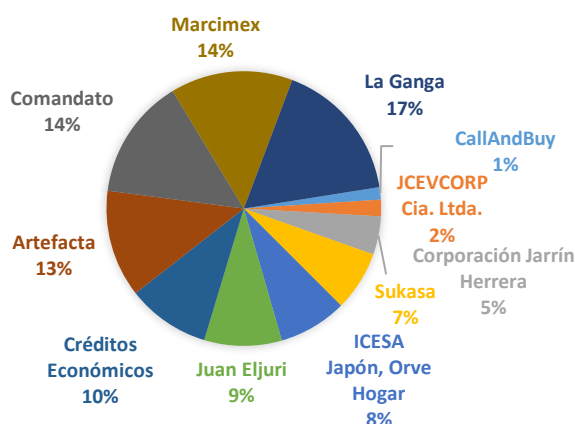


Gráfico 14: Principales actores sub-sector electrodomésticos
Fuente: ASADELEC; Elaboración: ICRE

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 S.A. 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.

La actividad principal que realiza la compañía es la comercialización y distribución de artículos nacionales e importados para el hogar, electrodomésticos, equipos de sonido, entre otros. ICESA S.A. mantiene diversos canales de distribución de sus productos, como son:

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.

Además, han fijado el año 2017 como fecha para la eliminación del subsidio al gas doméstico y su sustitución por electricidad. Este cambio requiere de la sustitución total de las cocinas a gas que dispone el país, por cocinas de inducción.

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.⁴⁰

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.

Con lo antes expuesto se da cumplimiento a lo establecido en el Numeral 5, del Artículo 19, Subsección IV. ii, Sección IV, Capítulo III, Subtítulo IV, Título II de la Codificación de las Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores, es opinión de ICRE, del Ecuador Calificadora de Riesgos S.A. que ICESA S.A. mantiene una buena posición en su sector a pesar de la competencia y la situación en la que se encuentra atravesando el sector comercial.

Almacenes Japón, Orve Hogar, iStore, Samsung Experience Store, HP Store, Home Appliance, entre otros. En la actualidad la empresa opera con más de 564 sucursales a nivel nacional.

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 primera 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

⁴⁰ <http://www.proecuador.gob.ec/sector6-1/>

recomendación". De la misma manera, los valores que rigen en la organización son:

- Ética.
- Responsabilidad social.
- Enfoque al cliente.
- Innovación.
- Calidad.
- Compromiso.
- Proactividad.
- Trabajo en equipo.

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, ICESA S.A. 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. ICESA S.A. 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 está compuesta por cinco accionistas al 31 de enero de 2017, dos de estas inversiones son nacionales y las demás extranjeras. A continuación, un cuadro con el detalle de la composición accionarial:

SOCIO	NACIONALIDAD	% ACCIONARIO
Abedrabbo Larach Jorge Alberto	Ecuador	4,00%
Abedrabbo Larach Roberto Munir	Ecuador	5,00%
Bright Exports Limited	Hong Kong	18,00%
May's China Limited	Hong Kong	18,00%
Ramchandani Sunil Kumar	Hong Kong	55,00%
TOTAL		100%

Tabla 5: Composición accionarial
Fuente: ICESA S.A.; **Elaboración:** ICRE

El organigrama de la compañía es el siguiente:

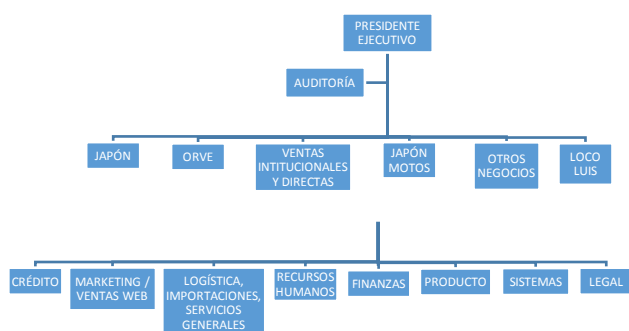


Gráfico 15: Estructura organizacional
Fuente: ICESA S.A.; **Elaboración:** ICRE

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

NOMBRE	CARGO
Jiménez Ruíz José Francisco	Presidente Ejecutivo
Celi Herrera Paul Alberto	Vicepresidente Ejecutivo
Caizatoa Pérez Juan Carlos	Gerente Financiero

Tabla 6: Principales ejecutivos
Fuente: ICESA S.A.; **Elaboración:** ICRE

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

COMPAÑÍA	VINCULADO
DARMAIN S.A.	Celi Herrera Paul Alberto
PYXIS S.A.	Celi Herrera Paul Alberto

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

A continuación, se indica en las compañías en las que mantienen propiedad los accionistas de ICESA S.A.:

NOMBRE	CARGO
Ensambladora MOTOENSAB S.A.	Mismos accionistas que ICESA
Hotel Colón Internacional C.A.	Abedrabbo Larach Jorge Alberto
Holcim Ecuador S.A.	Abedrabbo Larach Jorge Alberto
Ribel S.A.	Abedrabbo Larach Jorge Alberto
Hoteles del Ecuador HODESA S.A.	Abedrabbo Larach Jorge Alberto
Interfibra S.A.	Abedrabbo Larach Jorge Alberto
Club de la Unión Quito S.A UNICLUB	Abedrabbo Larach Jorge Alberto
Dosmilcorp S.A.	Abedrabbo Larach Roberto Munir
Hiltexpoy S.A.	Abedrabbo Larach Roberto Munir
Hidrosigchos S.A.	Abedrabbo Larach Roberto Munir
Legendmotos S.A.	Abedrabbo Larach Roberto Munir
Balcaosa S.A.	Abedrabbo Larach Roberto Munir
Textiles El Rayo S.A.	Abedrabbo Larach Roberto Munir
Corpmunab S.A.	Abedrabbo Larach Roberto Munir
Landuni S.A.	Abedrabbo Larach Roberto Munir
Darmain S.A.	Abedrabbo Larach Roberto Munir
Proveedora de Servicios Mercantil PROVEAGIL S.A.	Abedrabbo Larach Roberto Munir
Sunset Trading Importaciones S.A.	Abedrabbo Larach Roberto Munir
Superdelivery S.A.	Abedrabbo Larach Roberto Munir
Mabel Trading S.A.	Abedrabbo Larach Roberto Munir
Enerled S.A.	Abedrabbo Larach Roberto Munir
Puntonatural S.A.	Abedrabbo Larach Roberto Munir
Cosméticos del Ecuador	Abedrabbo Larach Roberto Munir
COSMECMAC S.A.	Abedrabbo Larach Roberto Munir
Productos de Latex	Abedrabbo Larach Roberto Munir
PRODLATEX S.A.	Abedrabbo Larach Roberto Munir
Warenhaus S.A.	Abedrabbo Larach Roberto Munir

Tabla 8: Principales ejecutivos
Fuente: ICESA S.A.; **Elaboración:** ICRE

Por otro lado, ICESA S.A. mantiene capital en otras sociedades como se muestra a continuación:

NOMBRE	CAPITAL INVERTIDO	CAPITAL TOTAL DE LA COMPAÑÍA	PARTICIPACIÓN
ELECTROQUIL S.A.	304,54	6.286.276,34	0,04%
DARMAIN S.A.	297.922,00	297.923,00	99,9%

Tabla 9: Inversiones en otras sociedades
Fuente: ICESA S.A.; **Elaboración:** ICRE

ICESA S.A. no cuenta con sindicatos ni comités de empresa y tampoco presenta conflictos laborales. Hasta diciembre de 2016, la compañía mantenía 1.095 empleados.

Con todo lo expuesto en éste acápite, la calificadora sustenta que se da cumplimiento a la norma estipulada en los Numerales 1.5 y 1.6 del Artículo 18 y el Numeral 4 del Artículo 19 de la Sección IV, del Capítulo III, Subtítulo IV, del Título II de la Codificación de las Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores respecto del

comportamiento de los órganos administrativos. Es opinión ICRE del Ecuador 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

Hasta el 31 de enero de 2017, ICESA S.A., no tiene implementadas prácticas de Buen 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. El nombramiento del nuevo Presidente Ejecutivo acelerará la instauración de lineamientos de Gobierno Corporativo.

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 descrito previamente, 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 Servicio de Rentas Internas 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 Numeral 1.3 del Artículo 18 del Capítulo III del Subtítulo IV del Título II de la Codificación de Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores.

OPERACIONES Y ESTRATEGIAS

La siguiente tabla detalla las principales líneas de negocio de ICESA S.A.:

LÍNEA DE NEGOCIO	PRODUCTOS
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 equipos de electrónica, accesorios para la salud, motocicletas, máquinas para hacer ejercicio, entre otros.
iStore	Productos como iPhone, iPads, televisores LED, LCD y Plasma. Se comercializan microcomponentes de diferentes marcas. Uno de los mayores beneficios que ofrece iStore son los servicios adicionales a los clientes, como la instalación y asesoramiento de los equipos adquiridos.

LÍNEA DE NEGOCIO	PRODUCTOS
Samsung	ICESA S.A. adecuó la primera Samsung Experience Store del país. Actualmente la marca cuenta con 10 tiendas en el país.
HP Store	ICESA S.A. incorporó las tiendas HP en el Quicentro Shopping y Quicentro sur, brindando a los clientes un mix de productos especializados con la garantía de HP.
Home Appliance	Incorpora dentro de 14 tiendas Etafashion y RM un espacio de venta de electrodomésticos y tecnología.
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 10: Líneas de negocio
Fuente: ICESA S.A.; **Elaboración:** ICRE

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

Los principales competidores de ICESA S.A. son: Créditos Económicos, La Ganga, y Artefacta. 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 15% en casi todas las líneas, las líneas encargadas de la venta de televisores, lavadoras y aires acondicionados bordean el 20%.

A continuación, una lista con los principales proveedores de ICESA S.A. al 31 de enero de 2017:

PROVEEDORES	% SOBRE DEUDA COMERCIAL
Bright Exports Limited	44%
Audiovisión Electrónica AUDIOELEC S.A.	13%
Corpmunab S.A.	8%
Induglob S.A.	8%

Tabla 11: Principales proveedores
Fuente: ICESA S.A.; **Elaboración:** ICRE

En el año 2013 se creó “Ensambladora MOTOENSAB S.A.”, empresa ensambladora de motocicletas. La capacidad de la empresa le permite producir 12.000 motos anuales. Las unidades producidas por

CARTERA	SALDO ENERO 2017 (EN MILES DE DÓLARES)	%	SALDO NO VENCIDO	VENCIDO DE 0 A 30 DÍAS	ANTIGÜEDAD DE CARTERA			TOTAL CARTERA
					VENCIDO DE 31 A 60 DÍAS	VENCIDO DE 61 A 90 DÍAS	VENCIDO MAYOR A 90 DÍAS	
Tarjetas de crédito	1.014	4,35%	748	267				1.014
Carpetas de crédito - Unibanco	-7	-0,03%	-7					-7
Cuenta por cobrar cartera originada Banco Pichincha	1.311	5,63%	1.252	60				1.311
Cuenta por cobrar cartera propia ICESA	1.406	6,04%	1.086	267	49	4		1.406
Clientes ventas administrativas	290	1,24%	186	1	6	10	87	290
Crédito cheques		0,00%	-	-	-	-	-	-
Cuentas por cobrar fideicomiso	520	2,23%	520					520
Faltantes de cajas de recaudación	2	0,01%	2					2
Cuentas por cobrar cartera devuelta mayor a 120 días	10	0,04%	10					10
Cuentas por cobrar financiamiento gobierno	18.143	77,88%	2.776	3.387	3.942	3.512	4.525	18.143
Cuentas por cobrar servicio – motos	157	0,67%	81	60	15			157
Cuentas por cobrar pago cuotas de terceros	369	1,58%				369		369
Cuentas por cobrar ISSPOL	80	0,34%	61	20				80
Total Clientes	23.295		6.714	4.061	4.013	3.895	4.612	23.295

Tabla 13: Antigüedad de la cartera
Fuente: ICESA S.A.; **Elaboración:** ICRE

Las estrategias de ICESA S.A. están relacionadas al crecimiento y consecuentemente a 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 a la segmentación de tiendas; alinear el layout de las tiendas de acuerdo a 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 se está renegociando el valor de las

“Ensambladora MOTOENSAB S.A.” son vendidas a ICESA S.A., que se encarga de la comercialización en los puntos de venta que maneja. La composición accionarial de Ensambladora MOTOENSAB S.A. es la siguiente:

SOCIO	NACIONALIDAD	CAPITAL
Bright Exports Limited	Hong Kong	24.300,00
May's China Limited	Hong Kong	24.300,00
Ramchandani Sunil Kumar	Hong Kong	74.236,00
Abedrabbo Larach Jorge Alberto	Ecuador	5.400,00
Abedrabbo Larach Roberto Munir	Ecuador	6.764,00

Tabla 12: Composición accionarial Ensambladora MOTOENSAB S.A. (USD)
Fuente: ICESA S.A.; **Elaboración:** ICRE

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 enero 2017:

facturas de proveedores varios con el fin de reducir estos gastos y lograr altos estándares de servicio.

ICESA S.A. cuenta con varias iniciativas estratégicas, las cuales las divide 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
Financiera	■ Apertura de nuevas tiendas para incrementar la participación de mercado.
	■ Implementar un nuevo canal de venta a través de una plataforma web y e-commerce.
	■ Implementar un plan de responsabilidad social y ambiental.
Clientes	■ Mejorar y potencializar la Escuela de Ventas de ICESA.

ÁREA	ESTRATEGIAS
Procesos	■ Diseñar un Plan de Marketing.
	■ Diseñar un Manual de Imagen, diseño e infraestructura de tiendas.
	■ Implementar un modelo de servicio post venta.
	■ Implementar un modelo de gestión con mejoramiento continuo y estandarización.
	■ Implementar un Modelo de Control de Gestión (BSC)
	■ Desarrollar cadenas especializadas de productos.
	■ Implementar un modelo de costos basado en actividades.
	■ Implementar un manual de manejo de productos y servicios.

ÁREA	ESTRATEGIAS
Recursos	■ Desarrollar un modelo de Inteligencia de negocio.
	■ Implementar un modelo de cultura organizacional.
	■ Fortalecer el espacio físico.
	■ Establecer un plan de carrera.
	■ Implementar un modelo de gobierno de tecnología de información.
	■ Implementar un mecanismo de comunicación interna efectivo con una intranet.

Tabla 14: Estrategias por áreas
Fuente: ICESA S.A.; **Elaboración:** ICRE

HECHOS RELEVANTES

- Con fecha 31 de octubre de 2016, la Junta General Extraordinaria de Accionistas de la compañía nombró como Presidente Ejecutivo al señor José Francisco Jiménez Ruiz.
- Con fecha 28 de diciembre de 2016, la compañía TULIP ELECTRONICS MANAGEMENT C.V. transfiere USD 7.772.240 acciones ordinarias y normativas 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.
- Con fecha de 28 de diciembre de 2016, la compañía TULIP ELECTRONICS MANAGEMENT C.V. transfiere USD 23.748.509 acciones ordinarias y normativas 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.
- Con fecha de 28 de diciembre de 2016, la compañía TULIP ELECTRONICS MANAGEMENT C.V. transfiere USD 7.772.240 acciones ordinarias y normativas 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.

PRESENCIA BURSÁTIL

A la fecha del presente informe, ICESA S.A. mantiene vigente una Titularización de Flujos Futuros. En el cuadro siguiente se observa un detalle:

INSTRUMENTO	AÑO	APROBACIÓN	MONTO USD	ESTADO
Primera Titularización de Flujos ICESA S.A.	2013	SC-IMV-DJMV-DAYRG-G12-0008194	8.000.000,00	Vigente

Tabla 15: Presencia bursátil ICESA S.A.
Fuente: SCVS; **Elaboración:** ICRE

En función de lo antes mencionado, ICRE del Ecuador Calificadora de Riesgos S.A., opina que se observa consistencia en la presencia bursátil dando cumplimiento a lo estipulado en el Numeral 1.6 del Artículo 18, de la Sección IV, Capítulo III, Subtítulo IV, Título II de la Codificación de las Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores.

FODA

FORTALEZAS	DEBILIDADES
■ 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.	■ Márgenes de rentabilidad sensibles a políticas restrictivas de importaciones.

OPORTUNIDADES	AMENAZAS
■ Expansión de tiendas exclusivas a nivel nacional. ■ Potencialización de puntos logísticos. ■ Expansión hacia mercados internacionales.	■ 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 16: FODA

Fuente: ICESA S.A.; Elaboración: ICRE

RIESGOS Y DEBILIDADES ASOCIADOS AL NEGOCIO

Según el Numeral 1.7 del Artículo 18 del Capítulo III del Subtítulo IV del Título II de la Codificación de las Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores, ICRE del Ecuador Calificadora de Riesgos S.A. identifica como riesgos previsibles asociados al negocio, los siguientes:

- Riesgo sistémico, que afecta a todo el sistema y que puede materializarse cuando, sea cual fuere el origen del fallo que afecte al sistema, el incumplimiento de las obligaciones por parte de una entidad participante en dicho sistema 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.
- Promulgación de nuevas medidas impositivas, incrementos de aranceles, restricciones de importaciones u otras políticas gubernamentales que son una constante permanente que genera incertidumbre para el mantenimiento del sector. De esta forma se incrementan los precios de los bienes importados, para mitigar este riesgo, ICESA S.A. cuenta con proveedores locales y exteriores, además de contar con empresas relacionadas productores de bienes comercializados por ICESA S.A.
- Las regulaciones como los cupos o las normas INEN al momento de realizar la importación de los diferentes productos presenta una barrera. ICESA S.A. mitiga este riesgo tramitando personalmente 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, con la finalidad de reducir el riesgo y tener una mayor diversificación del mismo, la compañía cuenta con adecuadas políticas de crédito, con un análisis detallado del cliente.

De acuerdo al Numeral 1.8 del Artículo 18, Subsección IV, Sección IV, Capítulo III, Subtítulo IV del Título II de la Codificación de las Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores, los riesgos a los que están expuestos los activos libres de gravamen que respaldan la emisión son:

- Afectaciones causadas por factores como catástrofes naturales, robos e incendios en los cuales los inventarios se pueden ver afectados, total o parcialmente, lo que generaría pérdidas económicas a la compañía. El riesgo se mitiga con una póliza de seguros que mantienen sobre los activos.
- Al ser el 31% de los activos correspondiente a inventarios, existe el riesgo de que estos sufran daños, por mal manejo, por pérdidas u obsolescencias. La empresa mitiga el riesgo través de un permanente control de inventarios evitando de esta forma pérdidas y daños.
- Uno de los riesgos que puede mermar la calidad de las cuentas por cobrar que respaldan la emisión son escenarios económicos adversos que afecten la capacidad de pago de los clientes a quienes se ha facturado. Sin embargo, la diversificación de clientes que mantiene la empresa mitiga este riesgo.
- Los activos fijos que resguardan la emisión pueden verse afectados por catástrofes naturales, robos, incendios, entre otros. Esto generaría pérdidas económicas a la compañía.

ICESA S.A. no mantiene cuentas por cobrar a compañías relacionadas, con lo que se da cumplimiento a lo establecido en el Numeral 1.9 del Artículo 18, Subsección IV., Sección IV, Capítulo III, Subtítulo IV del Título II, de la Codificación de las Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores, que contempla las consideraciones de riesgo cuando los activos que respaldan la emisión incluyan cuentas por cobrar a empresas vinculadas.

Análisis Financiero

El informe de calificación se realizó con base a los Estados Financieros 2014 y 2015 auditados por KPMG. Además, se analizaron los Estados Financieros no auditados al 31 de enero y diciembre de 2016 y 31 de enero de 2017.

A continuación, se presenta las principales cuentas agregadas de la compañía al final del 2014, 2015, 2016 y a enero de 2017 (miles USD).

CUENTAS	2014	2015	2016	ENE 17
Activo	68.502	76.964	93.708	89.649
Pasivo	48.956	57.790	69.446	67.037
Patrimonio	19.545	19.175	24.261	22.612
Utilidad neta	3.163	2.460	1.019	-1.649

Tabla 17: Principales cuentas (miles USD)
Fuente: Informes auditados e internos; Elaboración: ICRE

RESULTADOS

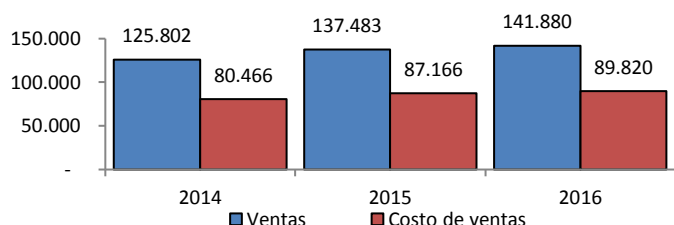


Gráfico 16: Evolución ventas y costos (miles USD)
Fuente: Informes auditados e internos; Elaboración: ICRE

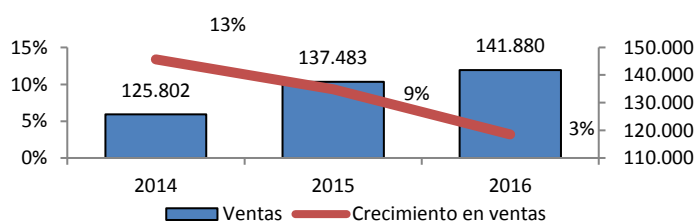


Gráfico 17: Evolución ventas vs crecimiento de ventas (%)
Fuente: Informes auditados e internos; Elaboración: ICRE

Los ingresos de la compañía presentan un crecimiento promedio del 9% al cierre del periodo fiscal del año 2016, alcanzando un máximo de USD 141,88 millones en ventas totales, el 3% superior a las ventas registradas para el año 2015.

El mix de ventas por marcas al 31 de enero de 2017 es el siguiente:

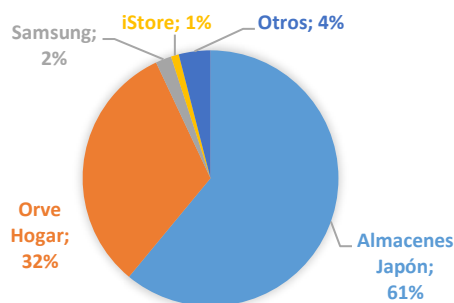


Gráfico 18: Mix de venta por marca (%)
Fuente: ICESA S.A.; Elaboración: ICRE

La comparación interanual entre enero 2016 y enero 2017 muestra un ligero decremento del 1,6% en ventas, evento comprensible por la situación que atraviesa el sector en el que ICESA S.A. se desenvuelve.

La composición de las ventas se muestra en el siguiente gráfico, el gobierno (con los subsidios de las cocinas a inducción) y el crédito

directo ofrecido a clientes conforman más de las tres cuartas partes del financiamiento de ICESA S.A. a sus clientes.

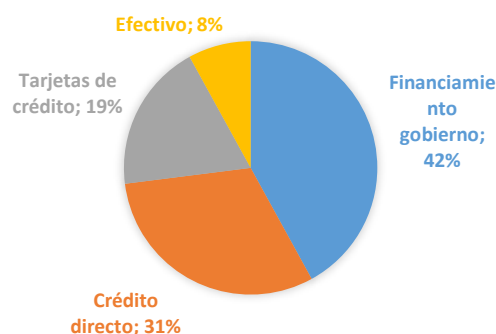


Gráfico 19: Financiamiento (%)
Fuente: ICESA S.A.; Elaboración: ICRE

El costo de ventas representa en promedio, un 64% de los ingresos totales del periodo analizado, presentando un comportamiento creciente del 5% promedio anual al cierre del periodo fiscal 2016, llegando a los USD 89,82 millones.

En relación al comportamiento interanual enero 2016 a enero 2017 presenta un crecimiento del 9%, llegando a los USD 6,44 millones, USD 0,53 millones superior al costo de ventas registrado para enero del año 2016.

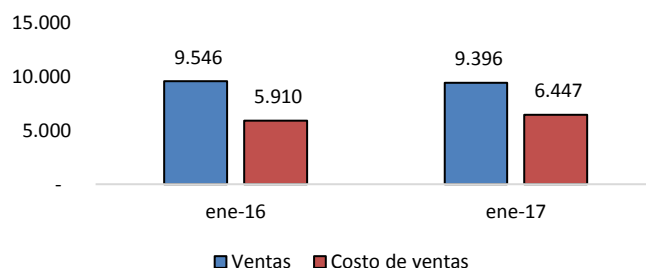


Gráfico 20: Comparativo ventas y costos (miles de USD)
Fuente: Informes internos ene. 2016 y ene. 2017; Elaboración: ICRE

Producto del impacto combinado de incremento en ventas y del incremento del costo de ventas, el margen bruto para el año 2016 crece el 3%.

La evolución del gasto operativo es variable, ya que al cierre del año 2016 representa el 33% del total de las ventas, llegando a los USD 45,32 millones, el 3% menos que el cierre del año 2015 que llegó a

los USD 46,63 millones. Pese al comportamiento del gasto operativo, la utilidad operativa presenta un crecimiento del 40%, registrando un incremento del USD 2,16 millones

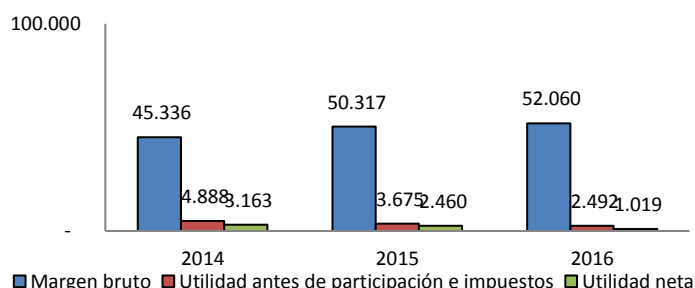


Gráfico 21: Evolución utilidad (miles USD)

Fuente: Informes auditados e internos; Elaboración: ICRE

El margen bruto de acuerdo al análisis interanual a enero 2016 – enero 2017 presenta un decremento del 19%, llegando a enero del

año 2017 a los USD 2,94 millones, USD 0,68 millones por encima del margen bruto presentado a enero de 2016.

El crecimiento de los gastos operativos para este periodo del 27% da como resultado que para el cierre del primer mes de operación del año 2017 una pérdida neta por USD 1,64 millones.

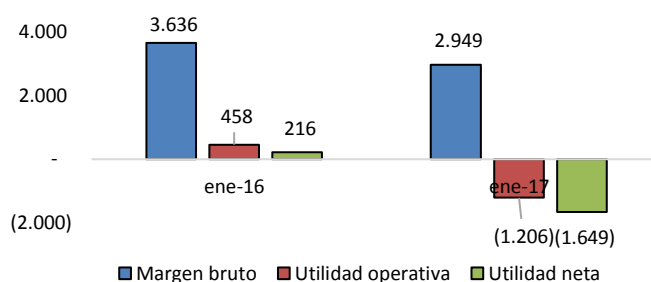


Gráfico 22: Comparativo utilidad (miles USD)

Fuente: Informes internos ene. 2016 y ene. 2017; Elaboración: ICRE.

BALANCE GENERAL

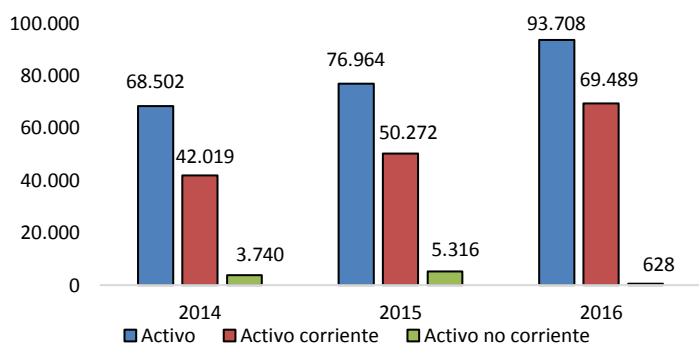


Gráfico 23: Evolución activos (miles USD)

Fuente: Informes auditados e internos; Elaboración: ICRE

El gráfico muestra la evolución del activo desde 2014 hasta 2016. Este rubro ha aumentado constantemente presentando una variación promedio del 23% entre 2014 y 2016, superando así los USD 93 millones al cierre del año 2016. Este aumento en el activo total es fruto de un incremento del 38% en el activo corriente, el cual, representó en promedio el 74% del activo total.

El mencionado incremento del 38% en el activo corriente es fruto principalmente del incremento del 614% en la cuenta de bancos presentando un crecimiento de USD 7,10 millones, otra de las cuentas representativas son las cuentas por cobrar comerciales que se incrementaron en el 48% versus el año 2015, llegando a los USD 24,59 millones.

La cartera de ICESA S.A. al 31 de enero de 2017 está distribuida de la siguiente forma:

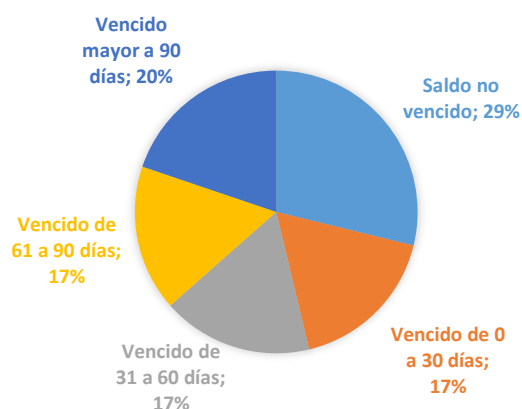


Gráfico 24: Composición cartera 31 de enero de 2017 (%)

Fuente: ICESA S.A.; Elaboración: ICRE

Con fecha 31 de enero de 2017, ICESA S.A. mantiene USD 23,29 miles en cuentas por cobrar comerciales, presentando una cartera vencida por USD 16,58 millones, adicionalmente presenta USD 5.176 miles en otras cuentas por cobrar.

Los inventarios presentan un crecimiento del 3% desde el año 2014 al cierre del año 2016, observando un decrecimiento del 26% en el año 2015, para enero del año 2017 los inventarios disminuyen solo en el 1%, llegando a los USD 27,55 millones. La cuenta inventarios presenta una participación del 30% sobre el activo total al cierre del año 2016 y del 31% al cierre de enero de 2017. Este último presenta un crecimiento interanual del 32% versus enero 2016, incrementando los inventarios en USD 6,63 millones.

Este aumento en los inventarios explica el aumento en los días de inventario anualizados, hay que tomar en cuenta que el negocio de ICESA S.A. es claramente estacional, siendo los meses de mayo (Día de la Madre) y diciembre (Navidad), los meses de mayor actividad comercial.

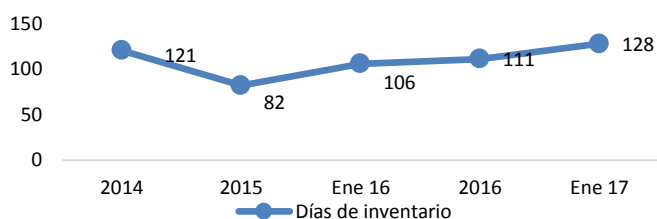


Gráfico 25: Días de inventarios

Fuente: Informes auditados e internos; Elaboración: ICRE

El activo no corriente representa el 26% del activo total, llegando a los USD 24,21 millones al cierre del año 2016, un 9% menos que el año 2015, básicamente por la disminución del 88% en las cuentas por cobrar comerciales de largo plazo por USD 4,68 millones, que por su composición pasaron a ser de corto plazo. La cuenta de propiedad, planta y equipo es la que presenta mayor participación en el año 2016 con el 21%, a enero de 2017 la participación de esta cuenta es del 22% llegando a los USD 19,27 millones, USD 9,88 millones más que enero 2016, básicamente por el incremento en edificios de USD 12,06 millones.

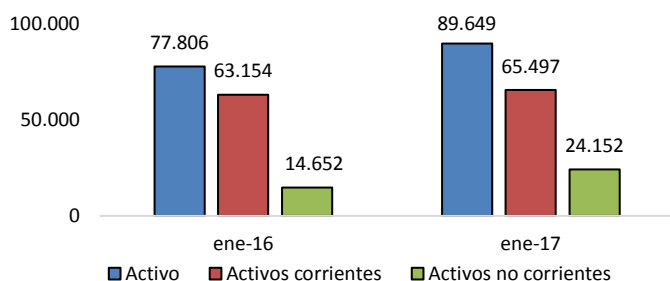


Gráfico 26: Comparativo activo (miles USD)

Fuente: Informes internos ene.2016 y ene. 2017; Elaboración: ICRE

Entre enero de 2016 y el mismo mes del 2017, los activos totales crecen un 15%, llegando a los USD 89,64 millones. Este aumento es producto de un aumento de 4% en el activo corriente (sobre todo por un aumento de USD 6,63 millones en inventarios) y un aumento del 65% en el activo no corriente por un incremento en USD 9,8 millones en propiedad, planta y equipo.

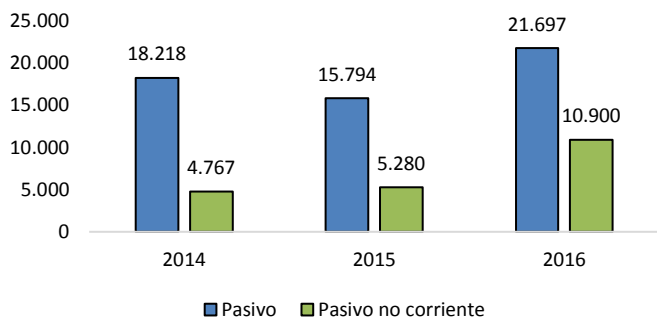


Gráfico 27: Evolución pasivo (miles USD)

Fuente: Informes auditados e internos; Elaboración: ICRE

Durante el periodo de análisis (2014 - 2016) los pasivos del emisor crecieron en promedio 27% anual. A enero de 2017, la compañía

presenta un aumento del 9% respecto al mismo periodo del año pasado, siendo su principal fuente de financiamiento las obligaciones con instituciones financieras.

A enero de 2017, las obligaciones con instituciones financieras representan el 31% dentro del pasivo total, en conjunto con las cuentas por pagar a proveedores se presenta como las principales fuentes de fondeo de la empresa, acorde a sus políticas de financiamiento. A enero de 2017 la estructura de financiamiento de ICESA S.A. se encontraba en la siguiente situación:

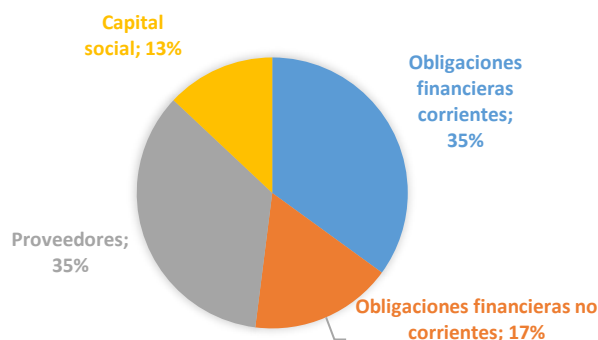


Gráfico 28: Fuentes de fondeo ICESA S.A. 31 de enero de 2017 (%)

Fuente: Informes internos ene. 2017; Elaboración: ICRE

La deuda financiera corriente de la compañía a enero 2017 presenta un incremento del 51% respecto al mismo periodo de 2016; de igual forma, las obligaciones con instituciones financieras en el largo plazo presentan un aumento del 232% en el mismo periodo. Al mismo tiempo, el apalancamiento con proveedores tanto locales como exteriores ha disminuido (-21% en locales y -30% en exteriores), demostrando de esta forma un mayor apalancamiento en las instituciones financieras.

A continuación, se presentan los saldos de la deuda financiera:

DEUDA FINANCIERA	ENE 2017
Corto plazo	
Banco Internacional	9.393.314
Banco Bolivariano	1.602.020
Banco Guayaquil	5.500.000
E-confirming	1.258.131
Banco del Austro	3.407.823
Total	21.161.288
Largo plazo	
Banco Aliado	10.900.000
Titularización	
Fideicomiso	2.000.000

Tabla 18: Composición deuda financiera (USD)

Fuente: ICESA S.A.; Elaboración: ICRE

Las cuentas por pagar comerciales tienen una participación promedio sobre el pasivo de 29% (2014 - dic-2016). Al 31 de diciembre de 2016, este rubro corresponde exclusivamente a proveedores por pagar, con los cuales la compañía mantiene políticas de pago entre 80 y 90 días. A enero de 2017 las cuentas por pagar a proveedores locales son mayores a las cuentas por pagar a proveedores del exterior, llegando a los USD 12,05 millones y USD 10,88 millones respectivamente.

El gráfico muestra la evolución del endeudamiento. Para la compañía, en el periodo estudiado, los pasivos corrientes han representado una menor fuente de apalancamiento que las fuentes bancarias.

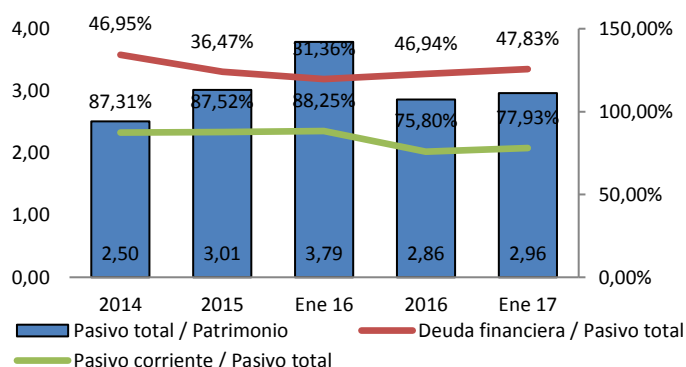


Gráfico 29: Evolución endeudamiento

Fuente: Informes auditados e internos; Elaboración: ICRE

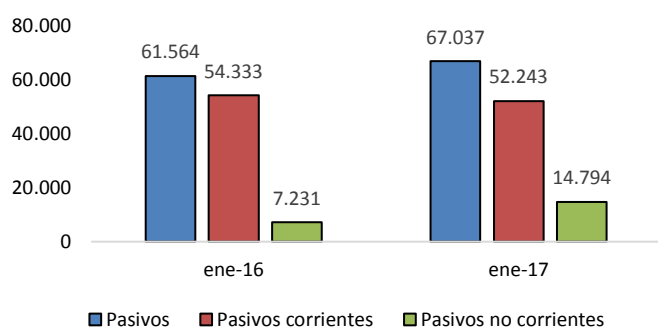


Gráfico 30: Comparativo pasivo (miles USD)

Fuente: Informes internos ene. 2016 y ene. 2017; Elaboración: ICRE

El pasivo total aumentó USD 5,47 millones en comparación a enero de 2016, cambio que se presenta principalmente por un aumento del 105% en los pasivos no corrientes y un decremento del 4% en los pasivos corrientes.

Los pasivos corrientes al 31 de enero de 2017 presentan una participación del 75% de los pasivos totales, siendo las obligaciones financieras del corto plazo la cuenta más representativa del mismo con el 32% de participación, llegando a los USD 21,61 millones.

Por su lado, los pasivos no corrientes se han incrementado un 105% en relación a enero 2016, alcanzando la suma de USD 14,79 millones, USD 7,56 millones más que el mismo periodo anterior. Las obligaciones financieras son la cuenta más representativa con un 16% de participación y un 232% de incremento interanual. El detalle de las obligaciones a largo plazo consta en la tabla composición de la deuda financiera detallada previamente.

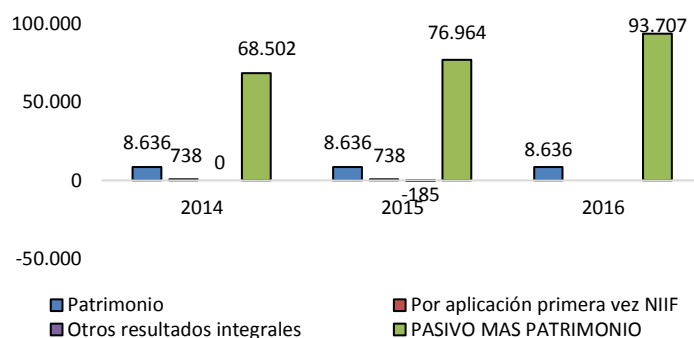


Gráfico 31: Evolución patrimonio (miles USD)

Fuente: Informes auditados e internos; Elaboración: ICRE

El patrimonio mantiene un comportamiento de crecimiento del 27% al cierre del periodo fiscal 2016, llegando a los USD 24,26 millones, básicamente por el incremento en las reservas de USD 8,32 millones, efecto de revalorización de activos fijos al incrementar los edificios en el 292% con respecto del año 2015. Históricamente el 66% del patrimonio se encuentra conformado por el capital social y resultados acumulados.

El capital social representó en el 2016 el 36% del patrimonio (38% a enero de 2017). A enero de 2017 crece el patrimonio en USD 1,6 millones frente a diciembre 2016, fruto de la pérdida registrada en el mes de enero.

El patrimonio pasó de financiar el 28,5% de los activos en 2014 a financiar el 25,9% de los activos en 2016 (25,2% para enero 2017).

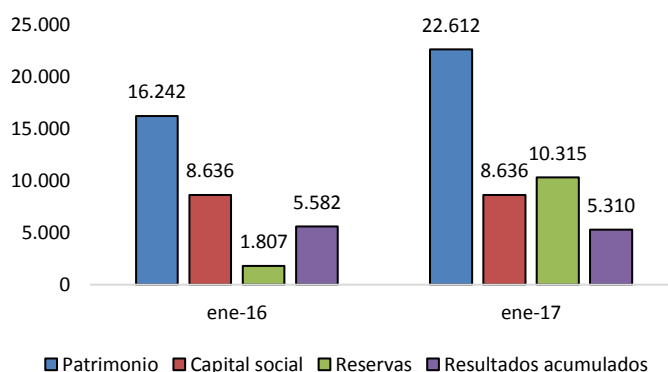


Gráfico 32: Comparativo patrimonio (miles USD)

Fuente: Informes internos ene.2016 y ene.2017; Elaboración: ICRE

INDICADORES

El costo de ventas ha presentado una tendencia decreciente entre 2014 y 2016, llegando a representar el 63,31% de las ventas para el año 2016, consecuentemente el margen bruto se ha ido incrementado anualmente, llegando al cierre del periodo fiscal 2016 por USD 56,06 millones.

MÁRGENES	2014	2015	2016	ENE 17
Costo de Ventas / Ventas	63,96%	63,40%	63,31%	68,61%
Margen Bruto	36,04%	36,60%	37,87%	31,39%
Utilidad antes de participación e impuestos / Ventas	3,79%	2,67%	1,76%	-17,56%
Utilidad operativa / ventas	4,91%	3,89%	5,30%	-12,84%
Utilidad neta / ventas	2,41%	1,92%	0,72%	-17,56%

Tabla 19: Márgenes

Fuente: Informes auditados e internos; Elaboración: ICRE

La utilidad operativa a enero del año 2016 representa el 3% sobre las ventas, y a enero del año 2017 presenta resultados negativos desde la utilidad operativa. Una comparación entre los resultados a enero de 2016 y enero de 2017, delata una caída en el margen bruto del 38,09% al 31,39%.

FINANCIAMIENTO OPERATIVO	2014	2015	2016	ENE17
EBITDA/ ventas	6%	5%	6%	-13%
EBITDA/Deuda Financiera CP	44%	47%	38%	-44%
EBITDA/Deuda Financiera LP	170%	142%	76%	-112%

Tabla 20: Márgenes

Fuente: Informes auditados e internos; Elaboración: ICRE

En lo que respecta al financiamiento, el incremento de la deuda a largo plazo contraída en el año 2016 tiene como consecuencia una disminución del índice de EBITDA sobre deuda financiera a largo plazo del 170% al 76%.

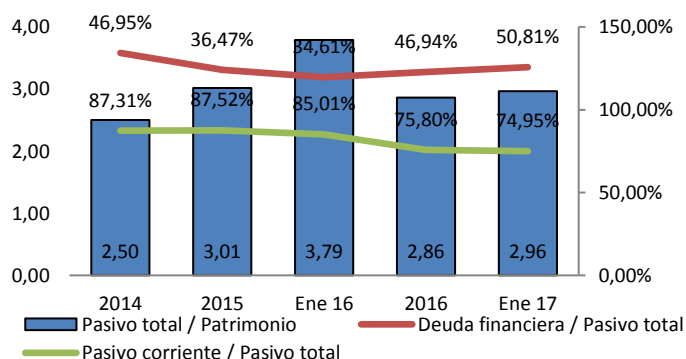


Gráfico 33: Solvencia

Fuente: ICESA S.A.; Elaboración: ICRE

La deuda financiera de largo plazo se incrementó en el 106%, llegando al cierre del año 2016 USD 10,90 millones, que básicamente es compuesto por seis operaciones crediticia con Banco Aliado contraída entre agosto 2015 a agosto 2016.

Para enero de 2016, tanto el retorno sobre el activo, como el retorno sobre el patrimonio alcanzaron un máximo, presentando valores sobre el 27% y el 16% respectivamente. Debido a la pérdida registrada para enero 2017, los indicadores de rentabilidad han presentado valores de -22,07% y -87,5%, siendo el primera el retorno sobre el activo, y el segundo el retorno sobre el patrimonio respectivamente.

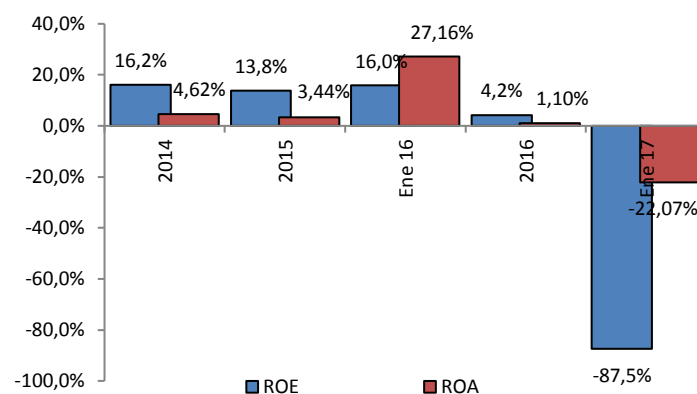


Gráfico 34: ROE vs ROA

Fuente: Informes auditados e internos; Elaboración: ICRE

El análisis de la combinación de activos corrientes y pasivos corrientes demuestra que el capital de trabajo se mantuvo en números positivos en enero de 2016, diciembre de 2016, y enero de 2017. El aumento en bancos y en cuentas por cobrar comerciales ha elevado los activos corrientes a 2016, logrando de esta manera obtener capital de trabajo positivo. La prueba ácida llega a un máximo de 0,81 en enero de 2016, presentando una tendencia negativa para los próximos periodos por un incremento en los inventarios por parte de ICESA S.A. El índice de liquidez promedio para el periodo 2014 - enero 2017 es de 1,16. En este sector un índice de liquidez mayor a 1 se traduce en una buena capacidad por parte de la compañía para afrontar sus obligaciones en el corto plazo.

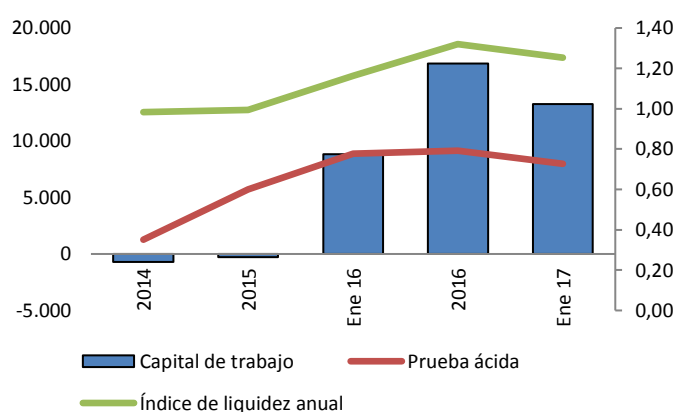


Gráfico 35: Capital de trabajo y liquidez

Fuente: Informes auditados e internos; Elaboración: ICRE

Por su parte el índice de liquidez del último semestre (agosto 2016 – enero 2017) muestra valores superiores a la unidad, producto de un incremento en bancos, inventarios y cuentas por cobrar comerciales, afectando a nivel global a los activos corrientes.

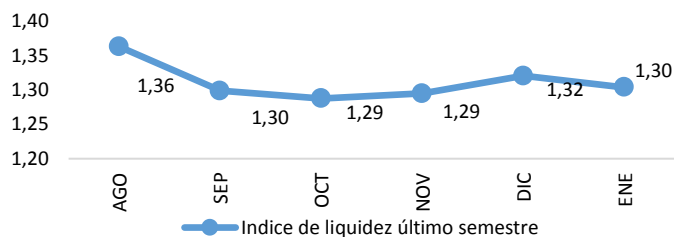


Gráfico 36: Índice de liquidez

Fuente: ICESA S.A.; Elaboración: ICRE

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, del Artículo 19, Subsección IV. ii, Sección IV, Capítulo III, Subtítulo IV, Título II de la Codificación de las Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores, es opinión de ICRE del Ecuador Calificadora de Riesgos S.A. que ICESA S.A. mantiene una adecuada administración financiera.

EL INSTRUMENTO

Con fecha 03 de febrero de 2017, la Junta General Extraordinaria de Accionistas de ICESA S.A. autorizó la Emisión de Obligaciones de largo plazo por un monto de hasta USD 8.000.000. Este monto se

compone de dos clases, cada una con un monto de USD 4.000.000,00.

ICESA S.A.						
Monto de la emisión	USD 8.000.000,00					
Unidad monetaria	Dólares de los Estados Unidos de América					
Características	CLASES	MONTO	PLAZO	TASA FIJA ANUAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES
	A	USD 4.000.000,00	1.080 días	8,00%	Trimestral	Trimestral
	B	USD 4.000.000,00	1.440 días	8,50%	Semestral	Trimestral
Tipo de emisión	Títulos desmaterializados					
Garantía	General					
Destino de los recursos	100% para capital de trabajo operativo, el cuál consistirá en actividades para financiar a clientes con mayores plazos, mejorar términos y condiciones con proveedores, tanto para el aprovisionamiento de inventarios, como en plazos de pagos de insumos, entre otros de similar naturaleza					
Valor nominal	USD 1,00					
Base de cálculos de intereses	30/360					
Sistema de colocación	Bursátil					
Rescates anticipados	Mediante sorteos o cualquier otro mecanismo que garantice un tratamiento equitativo para todos los tenedores de las obligaciones.					
Underwriting	Si existe contrato de underwriting.					
Estructurador financiero y agente colocador	Mercapital Casa de Valores S.A.					
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE.					
Representantes de obligacionistas	Bondholder Representative S.A.					
Resguardos	- 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 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. - Mantener durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 13 del capítulo III del Título III de la Codificación de Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores, la Ley de Mercado de Valores (Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero) y demás normas pertinentes. - 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 21: Características del instrumento

Fuente: ICESA S.A.; Elaboración: ICRE

Las tablas de amortización siguientes se basan en el supuesto de una colocación de la totalidad de los montos de ambas clases:

PERIODOS	CAPITAL INICIAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES	TOTAL PAGO	SALDO DE CAPITAL
1	4.000.000	333.333	73.333	406.667	3.666.667
2	3.666.667	333.333	66.667	400.000	3.333.333
3	3.333.333	333.333	60.000	393.333	3.000.000
4	3.000.000	333.333	53.333	386.667	2.666.667
5	2.666.667	333.333	46.667	380.000	2.333.333
6	2.333.333	333.333	40.000	373.333	2.000.000
7	2.000.000	333.333	33.333	366.667	1.666.667
8	1.666.667	333.333	26.667	360.000	1.333.333
9	1.333.333	333.333	20.000	353.333	1.000.000
10	1.000.000	333.333	13.333	346.667	666.667
11	666.667	333.333	6.667	340.000	333.333
12	333.333	333.333	0	333.333	0

Tabla 22: Amortización Clase A (USD)

Fuente: ICESA S.A.; Elaborado: ICRE

PERIODOS	CAPITAL INICIAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES	TOTAL PAGO	SALDO DE CAPITAL
1	4.000.000	0	85.000	85.000	4.000.000
2	4.000.000	500.000	74.375	574.375	3.500.000
3	3.500.000	0	74.375	74.375	3.500.000
4	3.500.000	500.000	63.750	563.750	3.000.000
5	3.000.000	0	63.750	63.750	3.000.000
6	3.000.000	500.000	53.125	553.125	2.500.000
7	2.500.000	0	53.125	53.125	2.500.000
8	2.500.000	500.000	42.500	542.500	2.000.000
9	2.000.000	0	42.500	42.500	2.000.000
10	2.000.000	500.000	31.875	531.875	1.500.000
11	1.500.000	0	31.875	31.875	1.500.000
12	1.500.000	500.000	21.250	521.250	1.000.000
13	1.000.000	0	21.250	21.250	1.000.000
14	1.000.000	500.000	10.625	510.625	500.000
15	500.000	0	10.625	10.625	500.000
16	500.000	500.000	0	500.000	0

Tabla 23: Amortización Clase B (USD)

Fuente: ICESA S.A.; Elaborado: ICRE

ICRE del Ecuador Calificadora de Riesgos S.A. verificó que la escritura de emisión no presenta inconsistencias desde el punto de vista legal.

Al ser la calificación inicial todavía no se cuenta con información necesaria para evaluar la liquidez de los títulos a emitirse, se analizará en las revisiones de la presente calificación.

ACTIVOS LIBRES DE GRAVAMEN

La presente Emisión de Obligaciones está respaldada por Garantía General, lo que conlleva a analizar la estructura de los activos de la compañía, al 31 de enero de 2017, ICESA S.A. posee un total de activos de USD 89,65 millones, de los cuales USD 77,51 millones son activos libres de gravamen.

ICRE del Ecuador Calificadora de Riesgos S.A. verificó la información del certificado de activos libres de todo gravamen de la empresa, con información financiera cortada al 31 de enero de 2017, dando cumplimiento a lo que estipula el Artículo 13 de la Sección I, del Capítulo III, Subtítulo I, Título III, de la Codificación de Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores, que señala que el monto máximo de las emisiones amparadas con garantía general no podrán exceder el 80% del total de activos libres de todo gravamen menos los activos diferidos, los que se encuentran en litigio, el monto no redimido de cada emisión de obligaciones en circulación y de cada proceso de titularización de flujos futuros de fondos de bienes que

se espera que existan en los que el emisor haya actuado como originador y como garante; así como los derechos fiduciarios de fideicomisos en garantía, en los que el emisor sea el constituyente o beneficiario.

ACTIVOS LIBRES DE GRAVAMEN	
Activo Total (USD)	89.648.987
(-) Activos diferidos o impuestos diferidos	(1.876.024)
(-) Activos gravados.	(12.137.823)
(-) Activos en litigio	
(-) Monto de las impugnaciones tributarias.	
(-) Saldo de las emisiones en circulación	
(-) Saldo en circulación de titularizaciones de flujo futuros en circulación	2.000.000
(-) Derechos fiduciarios que garanticen obligaciones propias o de terceros.	

ACTIVOS LIBRES DE GRAVAMEN

(-) 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 libres de gravamen 72.985.139

80 % Activos libres de gravamen 58.388.111,20

Tabla 24: Activos libres de gravamen (USD)

Fuente: ICESA S.A.; **Elaborado:** ICRE

DETALLE DE ACTIVOS GRAVADOS

Detalle del activo	Total activos	Activo gravado
Efectivo y equivalentes	7.231.000	-
Cuentas por cobrar	28.415.169	-
Impuestos por recuperar	55.968	-
Inventarios	27.559.000	12.137.823
Otros activos corrientes	2.235.639	-
Activos no corrientes	24.152.000	-

Tabla 25: Activos gravados (USD)

Fuente: ICESA S.A.; **Elaborado:** ICRE

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo apreciar que la compañía, con fecha 31 de enero de 2017, presentó un monto de activos libres de gravamen de USD 72,9 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 58,3 millones, determinando por lo tanto que los activos libres de gravamen representan el 81,41% de los activos totales de ICESA S.A. Además, el monto máximo para la presente emisión es de USD 58.388.111,20.

Adicionalmente, se debe mencionar que, al 31 de enero de 2017, al analizar la posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, se evidencia que el total de activos libres de gravamen, ofrece una cobertura de 1,08 veces sobre los pasivos totales de la compañía.

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

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo evidenciar que el valor de la emisión de obligaciones de ICESA S.A., así como de los valores que mantiene en circulación representa el 22,11% del 200% del patrimonio al 31 de enero de 2017 y el 44,22% del patrimonio, cumpliendo de esta manera con lo expuesto anteriormente.

200% PATRIMONIO

Patrimonio	22.612.000
200% Patrimonio	45.224.000
Saldo Emisión de Obligaciones en circulación	8.000.000
Saldo Titularización de Flujos	2.000.000
Total emisiones	10.000.000
Total emisiones/ patrimonio	44,22%
Total emisiones/200% patrimonio	22,11%

Tabla 26: 200% Patrimonio

Fuente: ICESA S.A.; **Elaboración:** ICRE

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 del Capítulo III, Subtítulo I del Título III de la

Codificación de las Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores, por lo que la Junta General de Accionistas resolvió:

GARANTÍAS Y RESGUARDOS

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 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.

Mantener durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el Artículo 13 del Capítulo III del Título III de la Codificación de Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores, la Ley de Mercado de Valores (Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero) y demás normas pertinentes.

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 27: Garantías y resguardos

Fuente: ICESA S.A.; **Elaboración:** ICRE

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, Subtítulo

I, Título III de la Codificación de las Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores.

FUJO 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 2017- 2020 muestran los resultados expuestos a continuación:

ICESA S.A.																
FLUJO DE CAJA																
PROYECTADO A 4 AÑOS (miles USD)																
	2017				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	TRIM I	TRIM II	TRIM III	TRIM IV
SALDO INICIAL	7.231	14.849	13.023	12.733	10.837	10.655	9.998	9.864	8.977	8.927	8.401	8.399	7.560	7.971	7.893	8.326
Ingresos:																
Ingresos operacionales	36.982	36.982	36.982	36.982	38.559	38.559	38.559	38.559	40.204	40.204	40.204	40.204	41.918	41.918	41.918	41.918
Otros ingresos operacionales	185	185	185	185	193	193	193	193	201	201	201	201	210	210	210	210
Ingresos no operacionales																
INGRESOS TOTALES:	37.167	37.167	37.167	37.167	38.752	38.752	38.752	38.752	40.405	40.405	40.405	40.405	42.127	42.127	42.127	42.127
Egresos:																
Gastos operacionales	23.505	23.505	23.505	23.505	24.507	24.507	24.507	24.507	25.552	25.552	25.552	25.552	26.642	26.642	26.642	26.642
Gastos no operacionales	12.636	12.636	12.636	12.636	13.191	13.191	13.191	13.191	13.763	13.763	13.763	13.763	14.357	14.357	14.357	14.357
Impuestos por pagar				163				278				361				438
EGRESOS TOTALES:	36.141	36.141	36.141	36.305	37.698	37.698	37.698	37.976	39.315	39.315	39.315	39.676	40.999	40.999	40.999	41.437
FLUJO OPERACIONAL	8.257	15.875	14.049	13.596	11.891	11.709	11.052	10.640	10.066	10.016	9.490	9.127	8.688	9.100	9.022	9.016
Obligaciones por pagar																
Obligaciones financieras	917	1.877	848	1.809	792	785	768	761	744	737	720	713	696	696	685	685
Emisión de obligaciones clase A	407	400	393	387	380	373	367	360	353	347	340	333	-	-	-	-
Emisión de obligaciones clase B	85	574	74	564	64	553	53	543	43	532	32	521	21	511	11	500
Total Obligaciones	1.408	2.852	1.316	2.759	1.236	1.711	1.188	1.663	1.140	1.615	1.092	1.567	717	1.206	696	1.185
Financiamiento																
Instituciones financieras																
Emisión de obligaciones clase A	4.000															
Emisión de obligaciones clase B	4.000															
Total Obligaciones	8.000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FLUJO FINANCIADO:	14.849	13.023	12.733	10.837	10.655	9.998	9.864	8.977	8.927	8.401	8.399	7.560	7.971	7.893	8.326	7.831
SALDO FLUJO NETO:	14.849	13.023	12.733	10.837	10.655	9.998	9.864	8.977	8.927	8.401	8.399	7.560	7.971	7.893	8.326	7.831

Tabla 28: Flujo de caja proyectado
Fuente: ICESA S.A.; **Elaboración:** ICRE

Según lo estipulado en la estructuración financiera, las ventas fueron proyectadas dentro de un escenario conservador, donde se incrementa las ventas en el 4% en promedio anual, un escenario sumamente conservador frente al crecimiento histórico que presenta la compañía del 8,53%. Se estima tener ventas de USD 147,93 millones para el año 2017 y se proyecta ventas para el 2020 por USD 167,67 millones.

El costo de ventas se mantiene estable en el periodo de proyección, representando el 63,56% de las ventas totales, los gastos en promedio representan el 36,50% de las ventas totales.

Con estos antecedentes ICESA S.A. proyecta tener un flujo positivo de USD 7,83 millones al término del cuarto trimestre del año 2020, luego de cubrir la emisión de obligaciones.

Se ha estresado las proyecciones entregadas, con el fin de contemplar un escenario pesimista, en el cual no se proyecta crecimiento en ventas, obteniendo como resultado que los flujos de caja siguen siendo positivos después de cubrir los pagos de las emisiones de obligaciones, llegando a tener un saldo final del flujo de caja por USD 6,24 millones al cierre del cuarto trimestre del año 2020.

ICESA S.A. ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO (miles USD)					
	2016	2017	2018	2019	2020
Ventas	141.880	147.930	154.238	160.814	167.671
Costo de ventas	89.820	94.019	98.028	102.208	106.566
Margen bruto	52.060	53.910	56.209	58.606	61.105
(-) Gastos de ventas	36.220	38.462	40.102	41.812	43.594
(-) Gastos de administración	9.105	10.355	10.797	11.257	11.737
Otros ingresos	782	740	771	804	838
Utilidad operativa	7.516	5.833	6.082	6.341	6.612
(-) Gastos financieros	3.456	3.451	3.106	2.913	2.762
Ingresos (gastos) no operacionales	1.559	1.614	1.670	1.729	1.789
Utilidad antes de participación e impuestos	2.501	768	1.306	1.700	2.061
Participación trabajadores	375	115	196	255	309
Utilidad antes de impuestos	2.126	653	1.110	1.445	1.752
Gasto por impuesto a la renta	1.098	163	278	361	438
Utilidad neta	1.028	490	833	1.084	1.314
10% Reserva legal	103	65	111	144	175
Utilidad neta	925	424	722	939	1.139

Tabla 29: Proyección de estado de resultados
Fuente: Estructuración financiera; Elaboración: ICRE

ICRE del Ecuador Calificadora de Riesgos S.A. está dando cumplimiento al análisis, estudio y expresa criterio sobre lo establecido en los Numerales 1.2 y 1.4 del Artículo 18 y Numeral 3 del Artículo 19 del Capítulo III del Subtítulo IV del Título II de la Codificación de las Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores, donde señalan que la empresa posee una aceptable 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

PRIMERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES ICESA S.A

CATEGORÍA AA+

Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen muy buena 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.

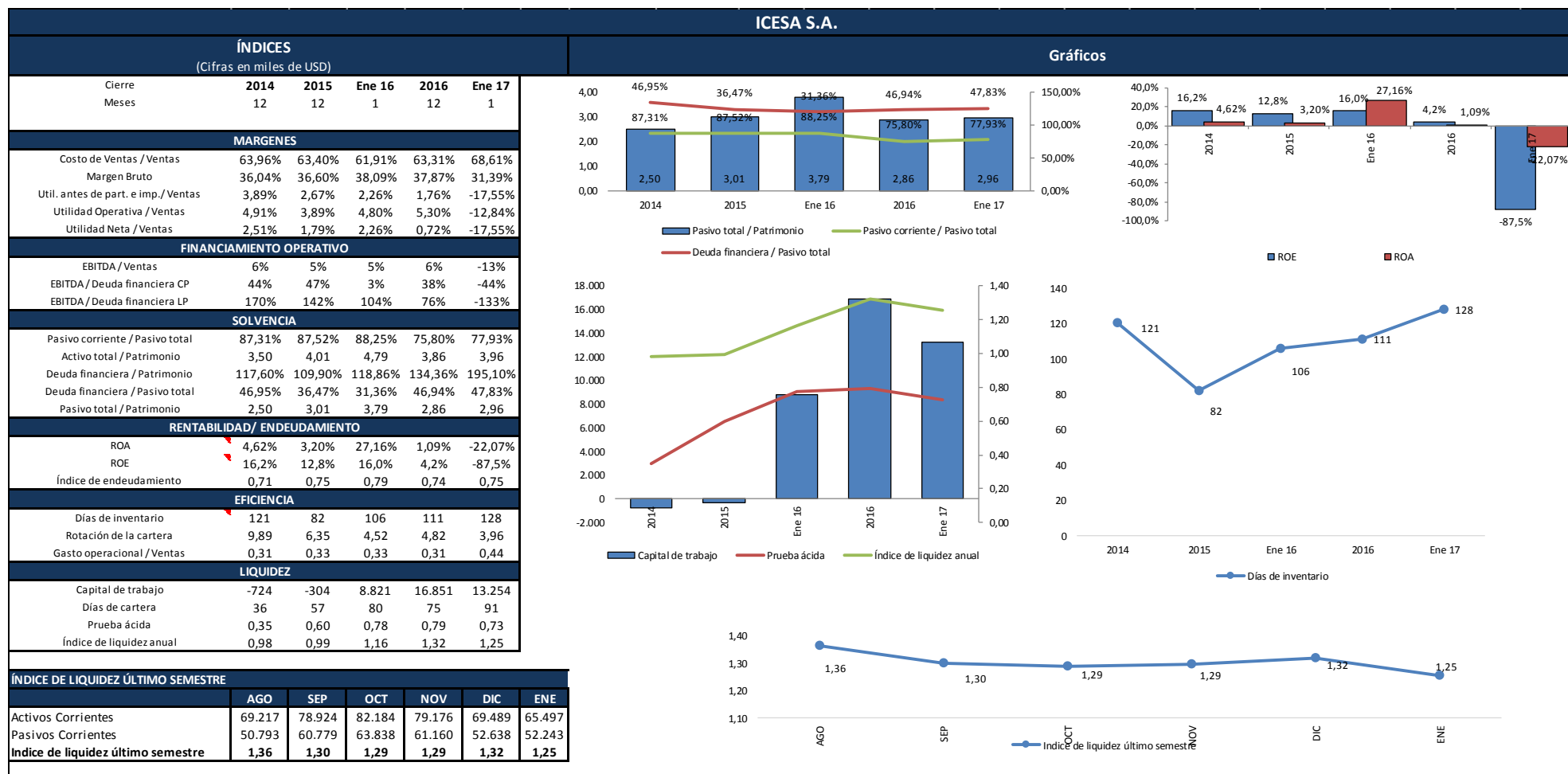
	ICESA S.A. Principales cuentas (Cifras en miles de USD)											
	2014				2015				2016			
	Valor	Análisis vertical %	Análisis horizontal %	Variación en monto	Valor	Análisis vertical %	Análisis horizontal %	Variación en monto	Valor	Análisis vertical %	Análisis horizontal %	Variación en monto
ACTIVO	68.502	100%	34%	17.328	76.964	100%	12%	8.462	93.708	100%	22%	16.744
ACTIVOS CORRIENTES	42.019	61%	35%	10.792	50.272	65%	20%	8.252	69.489	74%	38%	19.218
Efectivo	558	1%	198%	370	5.764	7%	933%	5.206	294	0%	-95%	-5.470
Bancos	1.396	2%	-62%	-2.258	1.157	2%	-17%	-239	8.263	9%	614%	7.106
Activos financieros		0%			1.629	2%		1.629	1.383	1%	-15%	-246
Cuentas por cobrar comerciales	7.252	11%	16%	1.009	16.655	22%	130%	9.403	24.593	26%	48%	7.938
Cuentas por cobrar compañías relacionadas	0	0%			0	0%			0	0%		
Otras cuentas por cobrar	5.464	8%	154%	3.316	5.012	7%	-8%	-452	4.826	5%	-4%	-186
Inventarios	27.027	39%	42%	8.030	19.913	26%	-26%	-7.114	27.804	30%	40%	7.890
Otros activos	324	0%		324	142	0%	-56%	-182	2.327	2%	1540%	2.185
ACTIVOS NO CORRIENTES	26.483	39%	33%	6.536	26.693	35%	1%	210	24.219	26%	-9%	-2.474
Propiedad, planta y equipo	12.132	18%	11%	1.166	11.604	15%	-4%	-528	19.316	21%	66%	7.712
Cuentas por cobrar comerciales	3.740	5%	354%	2.916	5.316	7%	42%	1.576	628	1%	-88%	-4.687
Propiedad de inversión	1.109	2%	0%		1.109	1%	0%		1.109	1%	0%	
Inversiones en acciones	700	1%	0%		650	1%	-7%	-50	650	1%	0%	
Activos intangibles	2.946	4%	-11%	-367	2.329	3%	-21%	-616	1.910	2%	-18%	-419
Otras cuentas por cobrar	594	1%	19%	95	518	1%	-13%	-76	17	0%	-97%	-502
Otras inversiones	5.262	8%	112%	2.781	5.166	7%	-2%	-96	528	1%	-90%	-4.639
Activo por impuesto diferido	0	0%	-100%	-55	0	0%			61	0%		61
PASIVO	48.956	100%	44%	15.013	57.790	100%	18%	8.833	69.446	100%	20%	11.657
PASIVOS CORRIENTES	42.743	87%	44,0%	13.066	50.576	88%	18%	7.833	52.638	76%	4%	2.062
Obligaciones financieras	18.218	37%	58%	6.663	15.794	27%	-13%	-2.424	21.697	31%	37%	5.903
Cuentas por pagar comerciales	20.424	42%		20.424	20.061	35%	-2%	-362	25.183	36%	26%	5.122
Cuentas por pagar relacionadas		0%			8.311	14%		8.311		0%	-100%	-8.311
Otras cuentas por pagar	932	2%	-94%	-15.712	3.071	5%	229%	2.139	2.139	3%	-30%	-932
Anticipos recibidos de clientes	103	0%		103	17	0%	-83%	-86		0%	-100%	-17
Pasivo por impuesto corriente	1.210	2%		1.210	1.184	2%	-2%	-26		0%	-100%	-1.184
Provisiones sociales	1.857	4%	26%	378	2.137	4%	15%	281	3.619	5%	69%	1.482
Provisiones		0%				0%				0%		
PASIVOS NO CORRIENTES	6.213	13%	46%	1.947	7.214	12%	16%	1.000	16.808	24%	133%	9.595
Obligaciones financieras	4.767	10%	42%	1.420	5.280	9%	11%	513	10.900	16%	106%	5.620
Emisión de obligaciones		0%				0%				0%		
Pasivo por impuesto diferido	523	1%		523	501	1%	-4%	-22	2.538	4%	407%	2.037
Provisiones sociales	884	2%	-4%	-35	1.391	2%	57%	507	912	1%	-34%	-479
Otras cuentas por pagar	40	0%		40	42	0%	6%	2	2.458	4%	5776%	2.416
PATRIMONIO	19.545	100%	9%	1.660	19.175	100%	-2%	-371	24.261	100%	27%	5.086
Capital social	8.636	44%	0%		8.636	45%	0%		8.636	36%	0%	0
Por aplicación primera vez NIIF	738	4%	0%		738	4%	0%			0%	-100%	-738
Reserva legal	1.992	10%	23%	374	1.992	10%	0%		10.315	43%	418%	8.323
Otros resultados integrales	0	0%			-185	-1%		-185		0%	-100%	185
Resultados acumulados	5.016	26%	9%	393	5.534	29%	10%	517	4.290	18%	-22%	-1.243
Resultados del ejercicio	3.163	16%	39%	893	2.460	13%	-22%	-703	1.019	4%	-59%	-1.441
PASIVO MAS PATRIMONIO	68.502	100%	32%	16.673	76.964	100%	12%	8.462	93.707	100%	22%	16.743

	ICESA S.A.					
	Principales cuentas					
	(Cifras en miles de USD)					
	ene-16		ene-17			
	Valor	Análisis vertical %	Valor	Análisis vertical %	Análisis horizontal %	Variación en monto
ACTIVO	77.806	100%	89.649	100%	15%	11.843
ACTIVOS CORRIENTES	63.154	81%	65.497	73%	4%	2.343
Efectivo	348	0%	212	0%	-39%	-136
Valores en tesorería	7.492				-100%	-7.492
Bancos	5.573	7%	6.019	7%	8%	446
Activos financieros	1.065	1%	1.000	1%	-6%	-65
Cuentas por cobrar comerciales	18.890	24%	23.295	26%	23%	4.405
Cuentas por cobrar compañías relacionadas	0	0%	0	0%		0
Otras cuentas por cobrar	6.462	8%	5.176	6%	-20%	-1.286
Inventarios	20.920	27%	27.559	31%	32%	6.639
Anticipo proveedores		0%		0%		0
Otros anticipos		0%		0%		0
Activos por impuestos corrientes		0%		0%		0
Otros activos		0%		0%		0
Gastos anticipados	2.404	3%	2.236	2%	-7%	-168
ACTIVOS NO CORRIENTES	14.652	19%	24.152	27%	65%	9.500
Propiedad, planta y equipo	9.392	12%	19.275	22%	105%	9.883
Activos de inversión	1.109	1%	1.109	1%	0%	0
Inversiones en acciones	650	1%	650	1%	0%	0
Activos por impuestos diferidos	61	0%	61	0%	0%	0
Otros activos - garantías locales	478	1%	516	1%	8%	38
Fideicomiso garantía plasma	17	0%	17	0%	0%	0
Cuentas por cobrar e inversiones a largo plazo	648		648	1%	0%	0
Concesiones en centros comerciales	2.297	3%	1.876	2%	-18%	-421
PASIVO	61.564	100%	67.037	100%	9%	5.473
PASIVOS CORRIENTES	54.333	88%	52.243	78%	-4%	-2.090
Obligaciones financieras	14.026	23%	21.161	32%	51%	7.135
Emisión de obligaciones	2.000	3%	2.000	3%	0%	0
Proveedores locales	15.190	25%	12.055	18%	-21%	-3.135
Proveedores exterior	15.634	25%	10.881	16%	-30%	-4.753
Participación trabajadores	653	1%	374	1%	-43%	-279
Pasivos acumulados	4.452	7%	3.652	5%	-18%	-800
Otras cuentas por pagar	2.378	4%	2.120	3%	-11%	-258
Provisiones sociales		0%		0%		0
Provisiones		0%		0%		0
PASIVOS NO CORRIENTES	7.231	12%	14.794	22%	105%	7.563
Obligaciones financieras	3.280	5%	10.900	16%	232%	7.620
Titularización	2.000	3%	0	0%	-100%	-2.000
Impuesto a la renta diferido	562	1%	2.538	4%	352%	1.976
Provisiones sociales	862	1%	910	1%	6%	48
Otros pasivos	527	1%	446	1%	-15%	-81
Gastos anticipados		0%		0%		0
PATRIMONIO	16.242	100%	22.612	100%	39%	6.370
Capital social	8.636	53%	8.636	38%	0%	0
Reservas	1.807	11%	10.315	46%	471%	8.508
Resultados acumulados	5.582	34%	5.310	23%	-5%	-272
Resultados del ejercicio	217	1%	-1.649	-7%	-860%	-1.866
PASIVO MAS PATRIMONIO	77.806	100%	89.649	100%	15%	11.843

	ICESA S.A. Principales cuentas (Cifras en miles de USD)											
	2014				2015				2016			
	Valor	Análisis vertical %	Análisis horizontal %	Variación en monto	Valor	Análisis vertical %	Análisis horizontal %	Variación en monto	Valor	Análisis vertical %	Análisis horizontal %	Variación en monto
Ventas	125.802	100%	13%	14.842	137.483	100%	9%	11681	141.880	103%	3%	4.397
Costo de ventas	80.466	64%	3%	2.316	87.166	63%	8%	6.700	89.820	65%	3%	2.655
Margen bruto	45.336	36%	38%	12.527	50.317	37%	11%	4981	52.060	38%	3%	1.743
(-) Gastos de administración	(13.222)	-11%	127772%	-13.212	(13.830)	-10%	5%	-608	(9.105)	-7%	-34%	4.725
(-) Gastos de ventas	(28.145)	-22%	-9%	2.837	(32.808)	-24%	17%	-4663	(36.220)	-26%	10%	-3.412
Otros ingresos	2.204	2%	36%	583	1.672	1%	-24%	-532	782	1%	-53%	-890
Utilidad operativa	6.173	5%	80%	2.735	5.351	4%	-13%	-822	7.517	5%	40%	2.166
(-) Gastos financieros	(1.285)	-1%	49%	-422	(1.676)	-1%	30%	-391	(3.466)	-3%	107%	-1.790
Ingresos (gastos) no operacionales	-	0%	-100%	-15	-	0%			(1.559)	-1%		-1.559
Utilidad antes de participación e impuestos	4.888	4%	89%	2.298	3.675	3%	-25%	-1213	2.492	2%	-32%	-1.183
Participación trabajadores		0%			185	0%		185	375	0%	102%	190
Utilidad antes de impuestos	4.888	4%	89%	2.298	3.490	3%	-29%	-1398	2.117	2%	-39%	-1.373
Gasto por impuesto a la renta	1.726	1%	439%	1.405	1.030	1%	-40%	-696	1.098	1%	7%	68
Utilidad neta	3.163	2,51%	39%	893	2.460	1,79%	-22%	-703	1.019	0,74%	-59%	-1.441
Depreciaciones	1.908	1,52%	152%	1.151	2.134	1,55%	11,83%	226	795	0,58%	-62,75%	-1.339
Amortizaciones		0,00%				0,00%				0,00%		
EBITDA anualizado	8.082	6,42%	93%	3.886	7.486	5,44%	-7,38%	-596	8.312	6,05%	11,04%	827

 ICRE DEL ECUADOR CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. www.icredelecuador.com	ICESA S.A. Principales cuentas (Cifras en miles de USD)					
	ene-16		ene-17			
	Valor	Análisis vertical %	Valor	Análisis vertical %	Análisis horizontal %	Variación en monto
Ventas	9.546	100%	9.396	100%	-2%	-150
Costo de ventas	5.910	62%	6.447	69%	9%	537
Margen bruto	3.636	38,09%	2.949	31,39%	-19%	-687
(-) Gastos de administración	(1.012)	-11%	(1.284)	-14%	27%	-272
(-) Gastos de venta	(2.360)	-25%	(2.996)	-32%	27%	-636
Otros ingresos	194	2%	125	1%	-36%	-69
Utilidad operativa	458	5%	(1.206)	-13%	-363%	-1.664
(-) Gastos financieros	(203)	-2%	(294)	-3%	45%	-91
Ingresos (gastos) no operacionales	(39)	0%	(149)	-2%	282%	-110
Utilidad antes de participación e impuestos	216	2%	(1.649)	-18%	-863%	-1.865
Participación trabajadores		0%		0%		-
Utilidad antes de impuestos	216	2%	(1.649)	-18%	-863%	-1.865
Gasto por impuesto a la renta		0%		0%		-
Utilidad neta	216	2%	(1.649)	-18%	-863%	-1.865
Depreciación		0%		0%		-
Amortización		0%		0%		-
EBITDA	458	5%	-1.206	-13%	-363%	-1.664

ICESA S.A. Principales cuentas (Cifras en miles de USD)				
CUENTAS	2014	2015	2016	ENE 17
Activo	68.502	76.964	93.708	89.649
Pasivo	48.956	57.790	69.446	67.037
Patrimonio	19.545	19.175	24.261	22.612
Utilidad neta	3.163	2.460	1.019	-1.649
CUENTAS	2014	2015	2016	ENE 17
Activo	68.502	76.964	93.708	89.649
Activo corriente	42.019	50.272	69.489	65.497
Activo no corriente	26.483	26.693	24.219	24.152
CUENTAS	2014	2015	2016	ENE 17
Pasivo	48.956	57.790	93.708	67.037
Pasivo corriente	42.743	50.576	52.638	52.243
Pasivo no corriente	6.213	7.214	16.808	14.794
CUENTAS	2014	2015	2016	ENE 17
Patrimonio	19.545	19.175	24.261	22.612
Capital social	8.636	8.636	8.636	8.636
Por aplicación primera vez NIIF	738	738	0	
Reserva de capital	0	0	0	
Reserva legal	1.992	1.992	10.315	10.315
Otros resultados integrales	0	-185	0	
Resultados acumulados	5.016	5.534	4.290	5.310
Resultados del ejercicio	3.163	2.460	1.019	-1.649



ICESA S.A.

Gráficos

