

Información General del Emisor:

<b>Fecha de constitución:</b>	4 de marzo de 1965	(52 años de existencia)
<b>RUC:</b>	0990043027001	N° Emple. 1.621
<b>CIU Oper. principal:</b>	G4759	VENTA AL POR MENOR DE APARATOS ELECTRICOS DE USO DOMESTICO, MUEBLES, EQUIPO DE ILUMINACION Y OTROS ENSERES DOMESTICOS EN
<b>Objeto Social:</b>	COMPRA, VENTA, DISTRIBUCION, REPRESENTACION, IMPORTACION, MANUFACTURA Y EXPORTACION DE TODO TIPO DE ACCESORIOS Y MOBILIARIO PARA EL HOGAR, ARTEFACTOS Y ACCESORIOS PARA USO DOMESTICO.	

<b>Principales Productos:</b>	JAPON, ORVE HOGAR, ISTORE Y SAMSUNG.
<b>Principales Marcas:</b>	Samsung, Durex, Electrolux, Whirlpool y Apple.
<b>Competencia principal:</b>	Comandato, Créditos Económicos y La Ganga.
<b>Presencia en el mercado:</b>	Se encuentra en 50 cantones en las tres regiones del país.
<b>Fuerza de venta:</b>	Aproximadamente 180 almacenes con 1.123 vendedores.
<b>Market Share:</b>	16% de la industria del comercio al por menor.

Características de la Emisión

<b>Emisor</b>	ICESA S.A.	
<b>Monto Emisión (miles US\$)</b>	\$ 4,000.00 (A)	\$ 4,000.00 (B)
<b>Plazo de la Emisión:</b>	1080 días	1440 días
<b>Cupón de Interés:</b>	8.00%	
<b>Amortización de Capital:</b>	Trimestral	Semestral
<b>Pago de intereses:</b>	Trimestral	Trimestral
<b>Tipo de Emisión:</b>	I Emisión de Obligaciones	
<b>Resguardos adicionales:</b>	1. Mantener un nivel de pasivo financiero / patrimonio durante la vigencia del programa, igual o menor a 3.0 veces. 2. Reparto de dividendos en efectivo hasta el 50% de los resultados acumulados.	

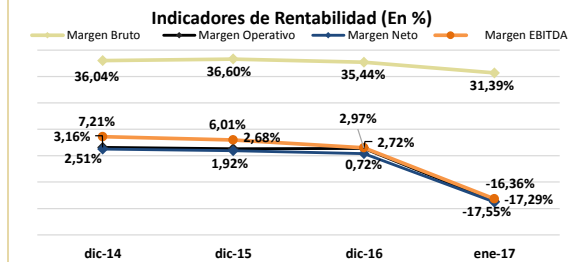
<b>Objeto de la emisión:</b>	100% Capital de Trabajo Operativo
<b>Calificadora / Calificación:</b>	ICRE / AA
<b>Calificación vigente:</b>	AA
<b>Estructurador/Colocador:</b>	Mercapital Casa de Valores S.A.
<b>Rep. Obligacionistas:</b>	Bondholder Representative
<b>Garantía:</b>	General
<b>Agente Pagador:</b>	Decevale S.A.

Información Financiera

Balance General	dic-14	dic-15	dic-16	ene-17
<b>Miles de US\$</b>	<b>NIIF</b>	<b>NIIF</b>	<b>Internos</b>	<b>Internos</b>
Efectivo y equivalentes	\$1.953	\$6.920	\$8.557	\$6.231
CxC Comerciales	\$7.252	\$16.655	\$24.593	\$23.295
CxC Relacionadas	\$7	\$3.723	\$0	\$0
Inventarios	\$27.027	\$19.913	\$27.803	\$27.559
Gastos anticipados	\$5.013	\$866	\$2.318	\$2.236
Otros activos corrientes	\$767	\$2.195	\$6.209	\$6.176
<b>Activo Corriente</b>	<b>\$42.019</b>	<b>\$50.272</b>	<b>\$69.480</b>	<b>\$65.497</b>
Activo fijo	\$12.132	\$11.604	\$19.325	\$19.275
Propiedades de Inversión	\$1.109	\$1.109	\$1.109	\$1.109
Inversiones en acciones	\$700	\$650	\$650	\$650
Intangibles	\$2.946	\$2.329	\$0	\$0
Activo Biológico y Otras CxC	\$9.596	\$11.000	\$3.144	\$3.118
<b>Activo Largo Plazo</b>	<b>\$26.483</b>	<b>\$26.693</b>	<b>\$24.228</b>	<b>\$24.152</b>
<b>Total Activos</b>	<b>\$68.502</b>	<b>\$76.964</b>	<b>\$93.708</b>	<b>\$89.649</b>
Préstamos	\$18.218	\$15.794	\$21.697	\$21.161
Emisiones propias CP y PC	\$0	\$0	\$0	\$0
Proveedores	\$20.424	\$20.061	\$25.183	\$22.936
Proveedores Relacionados	\$0	\$8.311	\$0	\$0
Otras CxP	\$4.102	\$6.410	\$5.749	\$6.146
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>\$42.743</b>	<b>\$50.576</b>	<b>\$52.629</b>	<b>\$50.243</b>
Oblig. Financieras	\$4.767	\$5.280	\$10.900	\$10.900
Emisiones propias LP	\$0	\$0	\$0	\$0
Otras CxP largo plazo	\$1.446	\$1.934	\$5.909	\$5.894
<b>Pasivo no corriente</b>	<b>\$6.213</b>	<b>\$7.214</b>	<b>\$16.809</b>	<b>\$16.794</b>
<b>Total Pasivos</b>	<b>\$48.956</b>	<b>\$57.790</b>	<b>\$69.438</b>	<b>\$67.037</b>
Capital Social	\$8.636	\$8.636	\$8.636	\$8.636
Resultados Acumulados	\$8.179	\$7.994	\$5.318	\$3.661
Reservas, aportes y otros	\$2.730	\$2.545	\$10.316	\$10.315
<b>Total Patrimonio</b>	<b>\$19.545</b>	<b>\$19.175</b>	<b>\$24.270</b>	<b>\$22.612</b>

Miles de US\$	dic-14	dic-15	dic-16	ene-17
<b>Pérdidas y Ganancias</b>	<b>NIIF</b>	<b>NIIF</b>	<b>Internos</b>	<b>Internos</b>
Ventas	\$125.802	\$137.483	\$141.880	\$9.396
Costo de Ventas	\$80.466	\$87.166	\$91.597	\$6.447
% sobre Ventas	63,96%	63,40%	64,56%	68,61%
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>\$45.336</b>	<b>\$50.317</b>	<b>\$50.283</b>	<b>\$2.949</b>
Margen Bruto	36,04%	36,60%	35,44%	31,39%
Gastos de Venta	\$41.367	\$46.638	\$46.423	\$4.574
Gasto Administrativo	\$0	\$0	\$0	\$0
Gastos Operativos	\$41.367	\$46.638	\$46.423	\$4.574
% de Ventas	32,88%	33,92%	32,72%	48,68%
<b>Utilidad Operativa</b>	<b>\$3.970</b>	<b>\$3.679</b>	<b>\$3.860</b>	<b>(\$1.625)</b>
Margen Operativo	3,16%	2,68%	2,72%	-17,29%
Gastos Financieros	(\$1.416)	(\$1.803)	\$0	\$0
% de Ventas	-1,13%	-1,31%	0,00%	0,00%
Otros Gastos / Ingresos	\$2.335	\$1.799	(\$1.359)	(\$24)
Impuesto a la Renta	\$1.726	\$1.030	\$1.473	\$0
<b>Utilidad Neta</b>	<b>\$3.163</b>	<b>\$2.646</b>	<b>\$1.028</b>	<b>(\$1.649)</b>
Margen Neto	2,51%	1,92%	0,72%	-17,55%
<b>EBITDA (Anualizado)</b>	<b>\$9.075</b>	<b>\$8.265</b>	<b>\$4.208</b>	<b>(\$18.444)</b>
Margen EBITDA	7,21%	6,01%	2,97%	-16,36%

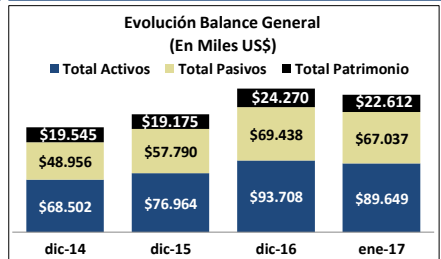
Principales Productos y Marcas



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

Indicadores Financieros	dic-14	dic-15	dic-16	ene-17
TACC Ventas		-3,58%		
TACC Costo de Ventas		-1,30%		
Razón Corriente	0,98	0,99	1,32	1,30
Prueba Ácida	0,35	0,60	0,79	0,76
Pasivo/Activo	0,71	0,75	0,74	0,75
Pasivo/ Patrimonio	2,50	3,01	2,86	2,96
EBITDA/Pasivo Finan.	0,39	0,39	0,13	-0,58
ROE (Anualizado)	19,3%	16,0%	4,4%	-81,6%
ROA (Anualizado)	4,6%	3,4%	1,1%	-22,1%
Días de cartera	21	44	62	74
Días Cartera Relacion.	0	10	0	0
Días de Inventario	121	82	109	128
Días de Proveedores	91	83	99	107
Días Proveedores Rela.	0	34	0	0
Flujo Operativo	-\$1.240	\$12.621	-\$26.187	-\$1.857
Flujo Final de Caja	\$1.953	\$6.920	\$8.557	\$6.231

Este resumen de inversión tiene el carácter de informativo. MERCAPITAL no asume ninguna responsabilidad directa ni solidaria por el resultado en cuanto a pago y rentabilidad de las recomendaciones de inversión que constan en el presente; el cual ha sido elaborado por MERCAPITAL en base a la información proporcionada por el emisor e información extraída del prospecto aprobado por la SCVS.



ICESA Vs. CRECOSCOP

Fecha del reporte: 29 de marzo de 2017

Gráfico 1: Evolución Ventas Reales  
En Miles US\$

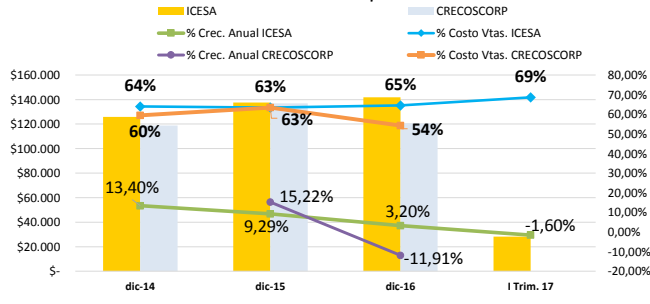


Gráfico 2: Ventas Proyectadas  
En Miles US\$

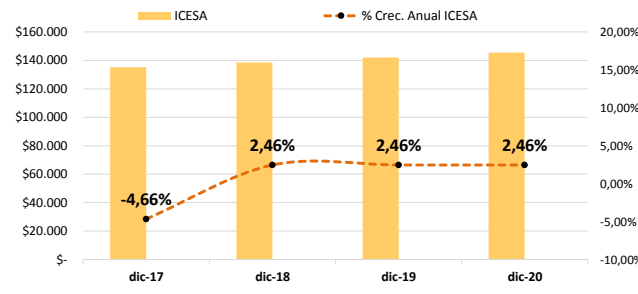


Gráfico 3: Escenario de Estrés  
Flujo en Miles de US\$ y % Crec. Ventas

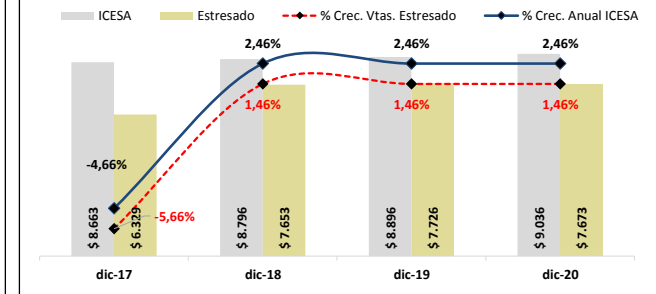


Gráfico 4: Estructura del Balance  
En miles de US\$

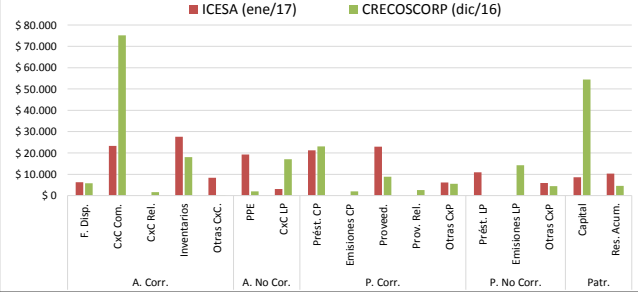


Gráfico 5: Indicadores de rotación

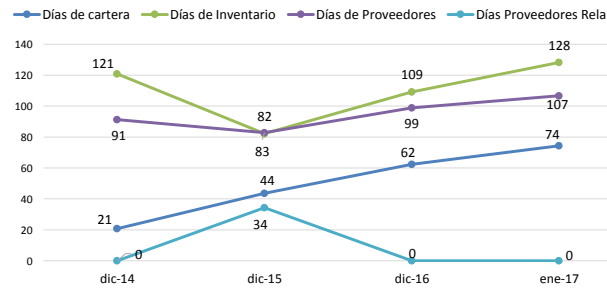
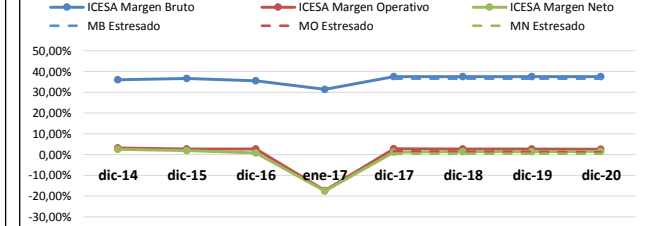


Gráfico 6: Indicadores de Rentabilidad



ESTRUCTURA DE MÁRGENES	BRUTO	OPERATIVO	NETO	EBITDA
ICESA (ene/17)	31,39%	-17,29%	-17,55%	-16,36%
CRECOSCOP (dic/16)	45,76%	14,98%	3,39%	13,10%

Gráfico 7: Flujo de Caja Libre (Miles US\$)  
y Ratios (veces)

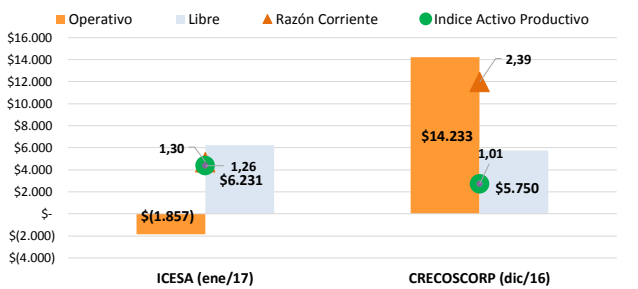


Gráfico 8: Endeudamiento (Pasivo/Patrimonio)  
En veces

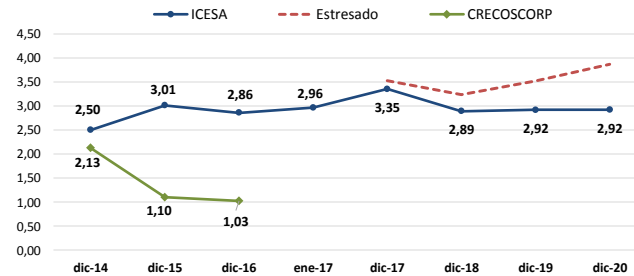
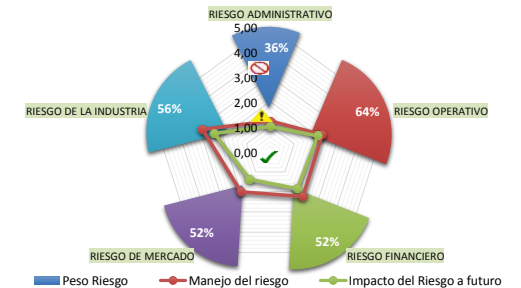


Gráfico 9: Nuestra percepción de riesgo respecto al negocio ICESA S.A.



**Gráfico 1 - Evolución de ventas:** ICESA alcanzó en el año 2014 la tasa de crecimiento en ventas más importante de los últimos tres años, la razón es el incremento de la actividad comercial a todo nivel como consecuencia de una importante posición de liquidez de la economía nacional. A pesar de que el histórico de las ventas en unidades se ha mantenido creciente los últimos años, existen fluctuaciones en los ingresos, debido a la medidas aplicadas desde el Gobierno Central con la finalidad de desincentivar las importaciones (salvaguardias implementadas), lo que ha incidido en que los niveles de ventas hayan desacelerado a partir del año 2015. Para ICESA representó una oportunidad, ya que al contar dentro de su portafolio de productos, bienes producidos por marcas locales alineados a la decisión del Gobierno, la compañía pudo incrementar el volumen de ventas de cocinas de inducción a tal punto de convertirse en un principal proveedor del Estado para 2016.

**Gráfico 2 - Ventas proyectadas:** La realidad económica del país ha repercutido para que el ritmo de crecimiento de las ventas durante el 2016 se haya mantenido en niveles inferiores a los años precedentes, sin embargo, se espera crecimiento desde el 2018. Con fines conservadores, se estima que el 2017 se caracterizará por ser un año de incertidumbre en respuesta a los cambios políticos del período, por lo que la proyección de las ventas para este año se ubica en con una disminución 4.66% respecto al año precedente. Si bien a partir del 2018 las previsiones económicas realizadas por medios especializados avizoran una recuperación, se mantienen unas tasas de crecimiento no mayores al 5.0% de tal forma que se constituye un escenario moderado – pesimista en el que a pesar de mantener ingresos creciendo a niveles bajos, la capacidad de generación de recursos líquidos no se ve afectada.

**Gráfico 3, Escenario estrés y flujos proyectados:** En base a las nuevas proyecciones del año, ICESA obtendría un flujo final en 2017 similar al del 2016 principalmente porque se considera un escenario de incertidumbre para la economía ecuatoriana. El flujo de caja proyectado, no implica un deterioro de la liquidez que obligue a la compañía a adquirir nueva deuda. Este flujo aumenta constantemente en 2,46% desde el año 2017, donde se planteó un escenario conservador pero aun estresando con una disminución de un punto porcentual en el crecimiento de ventas muestra un flujo positivo como resultado, es decir, que la compañía tiene la capacidad de generar un flujo final positivo sin recurrir a financiamiento adicional.

**Gráfico 4 - Estructura del balance:** Los activos corrientes han sido históricamente superiores a los no corrientes, como resultado del peso de cuentas por cobrar comerciales y de inventarios, en ese orden. El inventario se ha mantenido en promedio constante en los últimos años, con excepción del 2015, que muestra una disminución por el implemento de salvaguardias que afectó a la importación del mismo. La cartera comercial ha mantenido un comportamiento acorde a la evolución del negocio, es decir, creciente por el incremento de las ventas. En 2016, ICESA estableció un acuerdo con el Ministerio de Electricidad y Energía Renovable para la venta de productos a inducción, por lo que la cartera asociada a este concepto representa aproximadamente el 52% del saldo total de deudores comerciales. La PPE es la más importante dentro de los no corrientes, la cual se ha incrementado a causa de inversiones, especialmente en 2014 y 2016. En cuanto a pasivos, los proveedores y las obligaciones financieras son las cuentas más representativas en el corto plazo, mientras que a largo plazo son las obligaciones de índole financieras. El financiamiento a través de proveedores históricamente ha tenido mayor importancia dentro de la estructura de fondeo de ICESA en concordancia con su gran reputación que le ha permitido contar con la confianza de los mismos. La estructura patrimonial ha permitido a la compañía acumularlos (50% en promedio) y mantener una adecuada política de reparto de dividendos.

**Gráfico 5 - Indicadores de rotación:** Los días de pago a proveedores aumenta especialmente desde el 2015 debido a que ICESA forma acuerdos con el Ministerio de Electricidad y Energía Renovable (cocinas de inducción), con una política de cobro acordada con esta entidad pública considera el pago a través de Títulos del Banco Central TBC's, cuyo plazo de negociación es de 360 días. La cartera por su parte, muestra un claro incremento, resultado del incremento de las ventas y su consecuente incremento del crédito concedido a los clientes, ya que con su política de crédito directo a sus clientes, hubo un 3% de crecimiento en ventas para el año 2016. El crecimiento de los días de conversión de inventario va de la mano con el stock de existencias realizado en el 2014 con la finalidad de atender la creciente demanda de mercado, desde el 2015 con la situación económica del país se muestra una desaceleración de las ventas que da como resultado un mayor ciclo de rotación de las existencias que va en aumento constante.

**Gráfico 6 - Indicadores de rentabilidad:** El alto crecimiento de las ventas del año 2014 permitió absorber de mejor forma los costos de importación del inventario, con lo que consecuentemente el margen bruto mejoró sustancialmente en este año a 36,04%, lo que ayudó a sostener el crecimiento de los gastos operativos, para el 2015, la compañía adquiere un importante stock de productos a inducción a través de una firma relacionada con condiciones favorables para ICESA, lo cual explica la caída del costo de ventas, manteniendo un margen bruto de 36,6% . Esta tendencia se mantiene durante el ejercicio 2016 de tal manera que al costo de ventas a diciembre se mantiene con poca variación respecto al año anterior.

**Gráfico 7 - Flujo de caja libre y ratios:** A enero de 2017 se tiene un flujo operativo negativo de 1.857 miles de dólares resultado de pagos a proveedores. Manteniendo una utilidad neta positiva históricamente, con actividades de inversión y amortizaciones de deuda, el flujo final disminuye frente al cierre de 2016. Se tiene una razón corriente superior a 1, lo cual indica que se tiene una excelente capacidad de cubrir sus deudas de corto plazo con activos de corto plazo. La infraestructura de ICESA le permite generar \$1.26 dólares de ingresos por cada \$1.00 en activos, lo cual refleja un muy buen nivel de productividad y eficiencias con respecto al giro del negocio.

**Gráfico 8 - Endeudamiento:** En el año 2015 se ve una disminución en la deuda bancaria principalmente a corto plazo, esto disminuye el ratio de apalancamiento. Las obligaciones financieras de corto plazo conjuntamente con los saldos por pagar a proveedores comerciales, constituyen la principal fuente de fondeo de ICESA. Además, la compañía mantiene una política entre sus accionistas conservadora con respecto al reparto de dividendos al fin de destinar estos recursos a su continuo crecimiento y funcionamiento de la misma. Esto hace que los ratios de endeudamiento se mantengan a niveles poco volátiles que se encuentran en un intervalo de 2,50 a 2,96 desde 2014 hasta enero del 2017.

**Gráfico 9, Percepción de riesgo:** Este gráfico muestra en tres escalas nuestra percepción del riesgo. El tamaño de los pasteles representa la importancia que tiene ese riesgo para la empresa, la línea roja representa cómo se ha manejado cada riesgo en el pasado en una escala sobre cinco puntos y la línea verde representa cómo impactará este riesgo en el futuro en una escala sobre cinco puntos siendo 5 un manejo más pobre del riesgo y 1 un manejo más eficiente. Se aprecia de esta forma qué riesgos serán mitigados y cuales presentan una tendencia a incrementar. El riesgo de ICESA está concentrado en la parte operativa, principalmente por la susceptibilidad de su estructura de costos. Una ventaja es que no existe dependencia de proveedores, esta es mitigada con una amplia gama de proveedores, con beneficios de crédito, descuentos y manteniendo condiciones óptimas de pago. Le sigue el riesgo de la industria por el deterioro de la economía que ha contraído significativamente al sector del comercio que se encuentra altamente ligada al comportamiento de la economía. Incrementa porque no se observan políticas para mejorar este sector, por el contrario, las salvaguardas no han sido retiradas, y el retiro paulatino programado para este año no tendrá un efecto inmediato, además de la incertidumbre política que crearán dificultad para que este sector tenga una recuperación inmediata. ICESA lo mitiga con alianzas estratégicas con el gobierno que ha empezado desde el 2015. Lo sigue el riesgo financiero que mantienen un mismo peso que el del mercado, mismo que ha ido constantemente mejorando con la disminución del flujo de caja operativo negativo junto con el buen manejo de la estructura de fondeo de ICESA. El riesgo de mercado es medio por la alta diversificación en clientes, líneas de producto y marcas, además de tener presencia en el mercado a pesar de la gran competencia por precios. Por ultimo, se encuentra en riesgo administrativo que no muestra mayor impacto y ha sido muy bien controlado con buenas practicas de gobierno corporativo.