Resumen Calificación Segunda Emisión de Obligaciones (Estados Financieros noviembre 2017)

ICESA S.A.

Calificación

Mariana Ávila
Subgerente de Análisis
mavila@icredelecuador.com

Hernán López
Gerente General
hlopez@icredelecuador.com

Instrumento	Calificación	Tendencia	Acción de Calificación	Metodología
Segunda 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. 11-2018, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M. el día 31de enero de 2018; con base en los Estados Financieros Auditados de los periodos 2014, 2015 y 2016, con sus respectivas notas, estados financieros internos, proyecciones financieras, estructuración de la Emisión y otra información relevante con fecha noviembre 2017, califica en Categoría AA (+), a la Segunda 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 sector comercial al cual pertenece la compañía ha venido recuperándose paulatinamente desde inicios del 2017, recuperando volúmenes de ventas similares a años anteriores.
- 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.
- En lo que respecta a su posición financiera, la compañía presenta buenos índices de liquidez, además, se ha adecuado a la realidad del mercado lo que le ha permitido incrementar su nivel de ventas frente al mismo periodo del año pasado, a pesar de haber asumido ciertos costos.
- La Emisión bajo estudio está adecuadamente instrumentada, cumple con todos los requerimientos formales en su estructuración y contempla un límite de endeudamiento referente a los pasivos afectos al pago de intereses de hasta 3 veces el patrimonio de la compañía.
- Los flujos proyectados por el estructurador financiero y estresados por ICRE del Ecuador Calificadora de Riesgos S.A. son más que suficientes como para permitir a la empresa cumplir con todas las obligaciones derivadas de esta Emisión y con los demás requerimientos propios de su operación normal.

Objetivo del Informe y Metodología

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

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, características financieras de la empresa y garantías y resguardos que respaldan la Emisión.

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

ICRE del Ecuador Calificadora de Riesgos S.A., guarda estricta reserva de aquellos antecedentes proporcionados por la empresa y que ésta expresamente haya indicado como confidenciales. Por otra parte, 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 sustenta el presente informe es:

- Entorno macroeconómico del Ecuador.
- Situación del sector y del mercado en el que se desenvuelve el Emisor.
- Información cualitativa proporcionada por el Emisor.
- Estructura del Emisor. (perfil de la empresa, estructura administrativa, proceso operativo, líneas de productos, etc.).
- Prospecto de Oferta Pública de la Emisión.
- Escritura Pública de la Emisión.
- Estados Financieros Auditados 2014- 2016, con sus respectivas notas.
- Estados Financieros no auditados con corte de máximo dos meses anteriores al mes elaboración del informe y los correspondientes al año anterior al mismo mes que se analiza.
- Detalle de activos y pasivos corrientes del último semestre.
- Depreciación y amortización anual del periodo 2014-2016.
- Depreciación y amortización hasta el mes al que se realiza el análisis.
- Declaración Juramentada de los activos que respaldan la Emisión con corte a la fecha del mes con el que se realiza el análisis.
- Proyecciones Financieras.
- Reseñas de la compañía.
- Otros documentos que la compañía consideró relevantes.

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

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

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.
- 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.
- 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.
- ICESA S.A. no cuenta con sindicatos ni comités de empresa y tampoco presenta conflictos laborales. A la fecha del presente informe, la compañía mantiene 1.621 empleados.
- La compañía no tiene implementadas prácticas de Buen Gobierno Corporativo; sin embargo, la compañía opera en función de su administración, la misma que mantiene reuniones permanentes con el fin de obtener la mayor rentabilidad del negocio.
- ICESA S.A. no cuenta con una clasificación de los principales clientes debido a que la totalidad de las ventas son realizadas a través de los locales comerciales, que se realizan directamente al consumidor final.
- Los principales competidores de ICESA S.A. son: Marcimex, Unicomer de Ecuador (Artefacta), Comandato, Créditos Económicos y La Ganga.
- La compañía incursionó en la comercialización de motocicletas por lo que en el año 2013 crearon “Ensambladora MOTOENSAB S.A.”, empresa ensambladora de motocicletas, la capacidad de la empresa le permite producir 12.000 motos anuales.
- 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.
- La mayor concentración de la cartera está en las cuentas por cobrar al gobierno por el programa de cocinas de inducción impulsado por el Gobierno. Las estrategias de ICESA S.A. están relacionadas al crecimiento y consecuentemente con un mayor posicionamiento en el mercado nacional.
- 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.
- Todas estas estrategias están relacionadas por ejes transversales que se enfocan en ser la primera opción de compra, facilitar el día a día, procesos ágiles y una adecuada optimización de recursos.
- Las ventas incrementaron un 9,29% entre el 2014 y el 2015 y un 3,20% entre el 2015 y el 2016. Por otra parte, el costo de ventas se ha mantenido constante en un 64% de participación sobre las ventas. Estos datos demuestran estabilidad en ese rubro, lo que explica que el margen bruto haya pasado de USD 45,34 millones el 2014 a USD 51,36 millones el 2016, y que se haya mantenido.
- Al 31 de diciembre de 2016 los ingresos incluyeron USD 43,89 millones que corresponden a ventas a crédito, las mismas que representaron el 31% del total de ventas anuales (USD 70,44 millones que equivale al 51% del total de ventas al 2015). Además, se fortaleció la venta de productos de inducción con financiamiento del Gobierno, el cual ascendió a USD 58,86 millones, las mismas que representaron el 41% del total de las ventas anuales.
- Como se pudo evidenciar durante el año 2015 se alcanzó la mayor tasa de crecimiento durante el periodo de estudio, coherente con la actividad comercial fruto de la liquidez presente en la economía nacional. El año 2015 se vio influenciado por la implementación de medidas arancelarias a las importaciones y por el fomento a la comercialización de productos de inducción (cambio de la matriz productiva).
- Las medidas proteccionistas influenciaron en el precio de adquisición del inventario, la compañía transfirió el costo al consumidor final (la comercialización en unidades disminuyó).
- Por su parte, la venta de cocinas de inducción al ser una medida propiciada por el Gobierno favoreció el desarrollo de la compañía.
- En el periodo 2015- 2016 las líneas de tecnología y línea blanca ceden su participación a la línea de inducción. Durante el 2016 se evidenció un crecimiento del 3,2% influenciado principalmente por la ya comentada demanda de productos de inducción (40% del total de las ventas).

- El año 2017 se caracterizó por la incertidumbre derivada del posicionamiento del nuevo gobierno. Es así como la línea de inducción perdió fuerza (23% del total de las ventas). A pesar de la reducción progresiva de las tasas arancelarias, se evidenció el crecimiento más bajo durante el periodo de estudio (1,6% hasta diciembre 2017).
- La comparación interanual entre noviembre 2016 y noviembre 2017 muestra un incremento marginal del 0,83% en ventas, alcanzando la suma de USD 127,90 millones.
- 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.
- De acuerdo con la realidad del 2017, la compañía estableció políticas de descuentos con el fin de mantener el volumen en ventas. Si bien esta política permitió que se mantenga el nivel de ventas, el margen bruto se vio directamente afectado, ya que el costo de ventas absorbió la rotación del inventario.
- El costo de ventas interanual noviembre 2016 a noviembre 2017 presentó un crecimiento del 10,44%, llegando a los USD 87,62 millones, alcanzando 68,50% de las ventas, superior al costo de ventas registrado a noviembre de 2016, que llegó a 62,54%. El costo de ventas sube debido a la disminución en la venta de cocinas de inducción, producto que tiene el mejor margen de contribución de las líneas de negocio.
- La evolución del gasto operativo es variable, ya que al cierre del año 2016 representó el 35% del total de las ventas, llegando a los USD 49,52 millones, un 6,18% más que el cierre del año 2015 que llegó a los USD 46,64 millones. Producto de la estabilidad del costo de ventas y del aumento en los gastos operativos, la utilidad operativa presentó una disminución del 23%, entre el 2015 (USD 5,35 millones) y el 2016 (USD 4,11 millones). La mayor parte del incremento de los gastos operativos corresponde a la pérdida en venta de cartera que se incrementó en más de USD 2 millones entre el año 2015 y el año 2016.
- El margen bruto de acuerdo con el análisis interanual y producto del aumento marginal en ventas y del aumento del costo de ventas pasó de USD 47,52 millones a USD 40,29 millones a noviembre 2017.
- El incremento del 0,81% en gastos de operación en el periodo interanual junto a la mencionada disminución del margen bruto, dio como resultado que la utilidad operativa pase de USD 4,02 millones en noviembre 2016 a una pérdida de USD 1,98 millones en noviembre 2017.
- En cuanto a los gastos financieros, éstos se mantienen en niveles no superiores al 2% de las ventas durante el periodo de análisis. A esto se agregan otros ingresos operacionales, provenientes de publicidad atribuible a las negociaciones con proveedores para publicitar las diferentes marcas dentro de sus locales comerciales, este rubro se sitúa en torno a USD 2 millones durante el periodo de estudio.
- El activo ha aumentado constantemente presentando una variación promedio del 22% entre 2015 y 2016, superando así los USD 93 millones al cierre del año 2016. Este aumento en el activo total fue fruto de un incremento del 23% en el activo corriente, el cual, representó en promedio el 66% del activo total.
- El mencionado incremento del 23% en el activo corriente fue fruto principalmente del incremento de las cuentas por cobrar comerciales, que pasaron de USD 16,7 millones a USD 22,2 millones y de los inventarios que pasaron de USD 19,9 millones a USD 27,8 millones en 2016.
- Las cuentas por cobrar comerciales mantienen un comportamiento coherente con la evolución del negocio, es decir, han mantenido un comportamiento creciente en función del ya señalado incremento en ventas y su consecuente incremento del crédito concedido a los clientes.
- A partir del año 2015, se evidencia un incremento pronunciado en las cuentas por cobrar comerciales conforme las ventas de cocinas de inducción se han ido incrementando. Durante este año la compañía estableció un contrato con el Ministerio de Electricidad y Energía Renovable para la venta de productos de inducción, representando la cartera relacionada a este concepto alrededor del 52% del saldo total de deudores comerciales.
- La política de cobro acordada con el ministerio considera el pago a través de TBC's (Títulos del Banco Central), cuyo plazo de negociación es de 360 días. Para 2015, el saldo por cobrar fue de USD 3,8 millones y para el 2016, el saldo mostró poca variación.
- Las cuentas por cobrar con financiamiento del Gobierno corresponden a ventas de cocinas de inducción. El gobierno cancela periódicamente estas cuentas. Es opinión de ICRE del Ecuador Calificadora de Riesgos S.A. que estos montos no presentan riesgo de incobrabilidad, aunque su reembolso puede tener plazos más prolongados.
- Entre noviembre 2017 y diciembre 2017, se evidencia una mejoría en la recuperación de la cartera comercial y en los saldos vencidos (mayoría de las cuentas vencidas son por concepto de financiamiento Gobierno), esto se debe principalmente a un pago importante por parte del sector público por concepto de abastecimiento de cocinas de inducción.
- Se estima que los montos en mora por más de 30 días son totalmente recuperables sobre la base del comportamiento de cobro histórico y los análisis del riesgo de crédito de sus clientes. Cabe destacar que a la fecha del presente informe la compañía no mantiene cuentas por cobrar relacionadas.
- Para el movimiento de los inventarios hay que tomar en cuenta que el negocio de ICESA S.A. es claramente estacional, siendo los meses de mayo (Día de la Madre), noviembre (Black Friday) y diciembre (Navidad), los meses de mayor actividad comercial.
- La cuenta inventarios presentó una participación del 29,67% sobre el activo total al cierre del año 2016 y del 25,54% a noviembre de 2017.
- Los inventarios decrecen en un 39,62% el 2016, llegando a los USD 27,80 millones, compuestos en su mayor parte por

mercancía disponible para la venta (USD 23,38 millones) e inventarios en tránsito (USD 4,43 millones), lo que se explica por la desaceleración de las ventas, lo que provocó un ciclo mayor de rotación de los inventarios. La tendencia mejora para noviembre 2017; ante un incremento marginal en las ventas y niveles inferiores de existencias. Los inventarios en noviembre 2017 llegan a USD 24,57 millones con una reducción del 2,28% respecto de noviembre de 2016 y del 11,62% respecto de diciembre de 2016. Los días de inventario disminuyen hasta niveles inferiores a los registrados durante el año 2016, llegando a 93 días.

- El activo no corriente representó el 34% del activo total, llegando a los USD 31,78 millones al cierre del año 2016, un 19% más que el año 2015, el aumento obedece a revalorización de las propiedades de la empresa que pasaron de USD 12,25 millones a USD 21,52 millones.
- Durante el periodo de análisis (2014 - 2016) los pasivos del Emisor pasaron de USD 48,95 millones en el 2014 a USD 69,42 millones en el 2016. Las cuentas por pagar comerciales representaron el 23,08% del total del pasivo a diciembre de 2016 (USD 16,02 millones), reflejando una disminución del 34% respecto del valor del 2015 (USD 24,35 millones), producto del incremento de las cuentas por pagar comerciales con relacionadas (USD 4,54 millones). Estas cuentas alcanzaron la suma de USD 12,85 millones en el 2016, que no existían en el 2014 y corresponden a MOTOENSAB S.A., empresa que provee de motos para la venta de ICESA S.A.
- Producto de lo anteriormente mencionado el pasivo corriente se mantuvo estable entre el 2015 (USD 50,59 millones) y el 2016 (50,41 millones), situación que contrasta con el pasivo no corriente que tuvo un incremento entre esos años del 164%, pasando de USD 7,21 millones a USD 19,01 millones.
- Este aumento obedece a que las obligaciones financieras de largo plazo pasaron de USD 5,28 millones a USD 15,11 millones. Considerando, que las obligaciones financieras de corto plazo pasaron de USD 15,79 millones el 2015 a USD 20,5 millones el 2016, el total de obligaciones financieras de la empresa pasó de USD 21,07 millones el 2015 a USD 35,61 millones el 2016. El año 2014 estos pasivos ascendían a la suma de USD 23 millones.
- Los pasivos corrientes al 30 de noviembre de 2017 presentaron una participación del 55,64% de los pasivos totales, siendo las cuentas por pagar comerciales la cuenta más representativa con el 29,34% de participación, llegando a los USD 22,40 millones. Existió una reestructuración de la deuda financiera pasando USD 12,48 millones del corto al largo plazo.
- Por otro lado, los pasivos no corrientes se incrementaron un 129% en relación con noviembre 2016, alcanzando la suma de USD 33,87 millones, USD 19,09 millones más que el mismo periodo anterior. Las obligaciones financieras fue la cuenta más representativa con un 40% de participación. El total de obligaciones financieras, tanto de corto como de largo plazo, alcanzan la suma de USD 42,64 millones, lo que representó un aumento de USD 7,03 millones desde diciembre de 2016. A noviembre de 2017, las obligaciones con instituciones financieras representaron el 55,85% dentro del pasivo total.
- La deuda financiera de la compañía a noviembre 2017 presenta un incremento de 19,74% respecto a diciembre de 2016. De esta manera, la deuda financiera de corto plazo disminuyó de USD 20,5 millones a diciembre del 2016 a USD 12,49 millones a noviembre 2017. Por otro lado, la deuda de largo plazo incrementa desde USD 15,11 millones en diciembre 2016 a USD 30,16 millones a noviembre 2017. Parte de este incremento representa la Primera Emisión de Obligaciones emitida por la compañía durante el 2017. La compañía busca financiarse a tasas fijas para mitigar la exposición al riesgo de crédito.
- Al mismo tiempo, el apalancamiento con proveedores tanto locales como exteriores ha disminuido (-19% en locales y -52% en exteriores), demostrando de esta forma un mayor apalancamiento en las instituciones financieras. El Emisor se apalanca más a través de deuda financiera que a través de proveedores.
- A noviembre de 2017 las cuentas por pagar a proveedores locales son mayores a las cuentas por pagar exterior, llegando a los USD 13,09 millones y USD 9,31 millones respectivamente.
- El patrimonio ha mantenido un crecimiento del 27% al 2016, llegando a los USD 24,29 millones, el mayor incremento obedece a la ya señalada revalorización de la propiedad, planta y equipo. El capital social se ha mantenido constante y la reserva legal subió en USD 264 mil.
- El patrimonio pasó de financiar el 28,5% de los activos en 2014 a financiar el 25,9% de los activos en 2016 (20,65% para noviembre 2017). Demostrando que la compañía ha optado en financiarse más mediante terceros que mediante recursos propios.
- El capital social representó en el 2016 el 35,54% del patrimonio (43,47% a noviembre de 2017). A noviembre de 2017 decreció el patrimonio en USD 4,42 millones frente a diciembre 2016, fruto de la pérdida registrada en lo que va del periodo, se debe tomar en cuenta que es un negocio en el que el último mes del año compone el mayor volumen del balance.
- El análisis de la combinación de activos corrientes y pasivos corrientes demuestra que el capital de trabajo se mantuvo en números positivos en el periodo 2016 – nov. 2017. En el 2016, se presenta un capital de trabajo de USD 11,52 millones (USD 30,36 millones para noviembre 2017). Debido a que la empresa mantiene niveles de inventario relativamente altos, la prueba ácida tiene valores inferiores al índice de liquidez.
- Durante los últimos años (2014 - noviembre 2017) la liquidez general de la compañía presenta indicadores que rodean a la unidad con una tendencia histórica al alza, tendencia que se

acentúa a noviembre de 2017, específicamente por la reestructuración de la deuda financiera y el incremento en efectivo y equivalentes.

- Por otra parte, el índice de liquidez de los últimos meses muestra valores superiores a la unidad, producto de un incremento en bancos y a la restructuración de la deuda financiera.

Instrumento

Con fecha 5 de enero de 2018, la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de la compañía ICESA S.A. autorizó la Segunda Emisión de obligaciones por un monto de hasta USD 10.000.000. Según el siguiente detalle:

CLASE	A
Monto	Hasta USD 10.000.000
Plazo	1.440 días
Tasa de interés anual y fija	8,50%
Pago intereses	Trimestral
Pago capital	Semestral

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

LÍMITE DE ENDEUDAMIENTO
Mantener un límite de endeudamiento referente a los pasivos afectos al pago de intereses de hasta 3 veces el patrimonio de la Compañía.

RESGUARDOS DE LEY
Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la rendición total de los valores.
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.
No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
Mantener, durante la vigencia de la Emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el Artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

Riesgos previsibles en el futuro

Según el Literal g, Numeral 1, Artículo 19, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera., ICRE del Ecuador Calificadora de Riesgos S.A. identifica como riesgos previsibles asociados al negocio y como riesgos previsibles de la calidad de los activos que respaldan la Emisión, los siguientes:

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

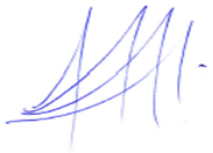
Se debe indicar que los activos que respaldan la Emisión son principalmente propiedad, planta y equipos, inventarios, y cuentas por cobrar. Los activos que respaldan la presente Emisión tienen un alto grado de liquidez, por la naturaleza y el tipo. Al respecto:

- Afectaciones causadas por factores como catástrofes naturales, robos e incendios en los cuales los activos se pueden ver afectados, total o parcialmente, lo que generaría pérdidas económicas a la compañía. El riesgo se mitiga con una póliza de seguros que mantienen sobre los activos.
- Al ser el 25,54% de los activos, correspondientes a inventarios, existe el riesgo que éstos sufran daños, por mal manejo, por obsolescencia o pérdidas, lo que provocaría que la compañía pierda ventas por falta de existencias. La empresa mitiga el riesgo a través de un control permanente de inventarios y controles de calidad de los productos al ingresar a la compañía, evitando de esta forma pérdidas o daños.
- Uno de los riesgos que puede mermar la calidad de las cuentas por cobrar que respaldan la Emisión son escenarios económicos adversos que podrían afectar la capacidad de pago de los clientes a quienes se ha facturado, provocando disminución de flujos propios de la operación. Sin embargo, la diversificación de clientes que mantiene la empresa mitiga este riesgo.
- Una concentración en ingresos futuros en determinados clientes podría disminuir la dispersión de las cuentas por cobrar y por lo tanto crear un riesgo de concentración. Si la empresa no mantiene altos niveles de gestión de recuperación y cobranza, podría generar cartera vencida e incobrabilidad, lo que podría crear un riesgo de deterioro de cartera y por lo tanto de los activos que respaldan la Emisión. La empresa mitiga este riesgo al mantener una aplicación constante de la política de crédito.

Según lo indicado por la compañía, no se mantiene cuentas por cobrar a compañías relacionadas, con lo que se da cumplimiento a lo establecido en el Literal e, Numeral 3, Artículo 20, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, que contempla las consideraciones de riesgo cuando los activos que respaldan la emisión incluyan cuentas por cobrar a empresas vinculadas.

El resumen precedente es un extracto del informe de la revisión de la Calificación de Riesgos de la Segunda Emisión de Obligaciones ICESA, 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

Entorno Macroeconómico

ENTORNO MUNDIAL

Según el último Informe de Perspectivas de la Economía Mundial del **Fondo Monetario Internacional (FMI)** al mes de enero de 2018, la economía mundial no ha modificado su comportamiento de manera significativa, por lo que no se ha producido grandes ajustes en los pronósticos, sin embargo, se presentan pequeñas modificaciones de acuerdo a nuevas expectativas económicas. La estimación de crecimiento económico mundial para el año 2017 se presenta con un punto porcentual más que la proyección publicada en el informe anterior, es decir, un crecimiento de 3,7%, para los años 2018 y 2019 se proyecta un crecimiento de 3,9%[1], corrigiendo 2 puntos porcentuales más que el crecimiento proyectado en informe anterior del FMI.

El repunte cíclico que comenzó a mediados de 2016 sigue cobrando impulso. Unas 120 economías, que generan tres cuartas partes del PIB mundial, registraron un repunte del crecimiento, en términos interanuales, en 2017; se trata del aumento del crecimiento mundial más sincronizado desde 2010. El comercio internacional aumentó con fuerza en los últimos meses, respaldado por un repunte de la inversión, sobre todo entre las economías avanzadas y una mayor producción manufacturera en Asia, de cara al lanzamiento de nuevos modelos de teléfonos inteligentes. La mejora de las perspectivas mundiales de crecimiento, las condiciones meteorológicas que atravesó Estados Unidos, la prórroga del acuerdo OPEP para limitar la producción de petróleo y las tensiones geopolíticas en Oriente Medio han apuntalado los precios del petróleo crudo, que subieron alrededor de 20% entre agosto de 2017 (el período de referencia de la edición de octubre de 2017 del informe WEO) y mediados de diciembre de 2017 (el período de referencia de la presente actualización), para superar USD 60 el barril, a lo cual se sumó otra alza a comienzos del mes en curso.[2]

Por otro lado, el **Banco Mundial (BM)** modificó sus cálculos en la estimación del crecimiento económico mundial. Según el informe de Perspectivas Económicas Mundiales al mes de enero de 2018, la economía mundial se estimó con un crecimiento del 3% para el término del año 2017, además proyecta un crecimiento del 3,1% para el año 2018 y del 3% para el año 2019, la mejora es de base amplia, con un crecimiento que aumenta en más de la mitad de las economías del mundo. En particular, el crecimiento se debe al dinamismo de la inversión global, lo que representó tres cuartos de la aceleración en el crecimiento del PIB de 2016 a 2017, esto fue compatible por costos de financiamiento favorables, ganancias crecientes y mejora del sentimiento de negocios entre las economías avanzadas y las economías de mercados emergentes y en desarrollo, la recuperación llevada a cabo proporciona un impulso sustancial a las exportaciones e importaciones mundiales en el corto plazo, reafirmando la actividad en los exportadores de productos básicos y continuo crecimiento sólido en los importadores de productos básicos.

PIB (VARIACIÓN INTERANUAL)	FMI		BM		
AÑO	2017	2018	2017	2018	2019
MUNDO	3,7	3,9	3,0	3,1	3,0
Estados Unidos	2,3	2,7	2,3	2,5	2,2
Japón	1,8	1,2	1,7	1,3	0,8
Eurozona	2,4	2,2	2,4	2,1	1,7
China	6,8	6,6	6,8	6,4	6,3
Economías Avanzadas	2,3	2,3	2,3	2,2	1,9
Economías Emergentes	4,7	4,9	4,3	4,5	4,7
Comercio mundial	4,7	4,6	4,3	4,0	3,9

Tabla 1: Previsión de crecimiento económico mundial (FMI actualización enero 2018, Banco Mundial última publicación enero 2018)
Fuente: FMI, BM; **Elaboración:** ICRE

Economías Avanzadas

Este grupo económico está compuesto principalmente por los países de la Zona Euro, Reino Unido, Estados Unidos, Japón, Suiza, Suecia, Noruega, Australia, entre otros. Según el FMI, en su última actualización de las previsiones económicas mundiales a enero de 2018, las economías avanzadas tomadas como grupo, en el año 2017 crecieron en 2,3% y se mantienen con la proyección del mismo crecimiento para el año 2018. El comercio internacional aumentó con fuerza en los últimos meses, respaldado por un repunte de la inversión, sobre todo entre las economías avanzadas y una mayor producción manufacturera en Asia de cara al lanzamiento de nuevos modelos de teléfonos inteligentes. Los índices referentes de compras indican que la actividad manufacturera será intensa, lo cual concuerda con la firme confianza de los consumidores que apunta a una vigorosa demanda final.

El Banco Mundial, a enero de 2018 en sus proyecciones de crecimiento para estas economías, estima un crecimiento del 2,3% para el año 2017 y 1,2% para el año 2018, además pronostica un crecimiento de 1,9% para el año 2019. Este crecimiento lo proyectan lento, bajo la premisa que la holgura del mercado de trabajo disminuye y la política monetaria se acomoda a las circunstancias de

1 Informe de Perspectivas de la economía mundial (informe WEO), Fondo Monetario Internacional, enero de 2018; extraído de: http://www.imf.org/es/Publications/WEO/Issues/2018/01/11

2 http://www.imf.org/es/Publications/WEO/Issues/2018/01/11/world-economic-outlook-update-january-2018

forma gradual, acercándose a tasas de crecimiento que siguen limitadas por el envejecimiento de sus poblaciones y tendencias débiles de productividad.

La proyección de crecimiento de los Estados Unidos ha sido revisada al alza en vista del vigor de la actividad en 2017, el pronóstico de crecimiento ha sido corregido de 2,3% a 2,5% en 2018 y de 1,9% a 2,1% en 2019. Baja participación laboral y tendencias débiles de productividad siguen siendo el lastre más significativo para el crecimiento de los EE. UU. a largo plazo.

Las tasas de crecimiento de muchas de las economías de la zona del euro han sido revisadas al alza, especialmente las de Alemania, Italia y los Países Bajos, gracias al repunte de la demanda interna y externa. El crecimiento en España, que se ha ubicado muy por encima del potencial, ha sido corregido ligeramente a la baja para 2018, como consecuencia de los efectos del aumento de la incertidumbre política derivada de la situación de Cataluña.

El pronóstico de crecimiento de Japón ha sido revisado al alza para 2018 y 2019, teniendo en cuenta el incremento de la demanda externa, el presupuesto para 2018 y los efectos del incremento de la actividad económica, que últimamente supera las expectativas[3].

Economías de mercados emergentes y en desarrollo.

Este grupo está integrado principalmente por China, Tailandia, India, países de América Latina, Turquía, países de África Subsahariana, entre otros. El crecimiento de estas economías, según los nuevos pronósticos del FMI, indican un repunte sostenido de la actividad: el crecimiento aumentaría de 4,3% en 2016 a 4,7% en 2017 y 4,9% en 2018. El Banco Mundial, a enero de 2018 en sus proyecciones de crecimiento para estas economías, estima un crecimiento de 4,3% para el año 2017 y 4,5% para 2018, además se pronostica un crecimiento de 4,7% para 2019.

Las economías emergentes y en desarrollo de Asia crecerán alrededor de 6,5% en 2018–19; es decir, en general al mismo ritmo que en 2017. La región continúa generando más de la mitad del crecimiento mundial. Se prevé que el crecimiento se modere gradualmente en China (aunque con una ligera revisión al alza del pronóstico para 2018 y 2019 en comparación con las previsiones de otoño gracias al afianzamiento de la demanda externa), repunte en India y se mantenga estable, en los demás países de la región. En cuanto a las economías emergentes y en vías de desarrollo de Europa, cuyo crecimiento en 2017 superó 5% según las últimas estimaciones, tendrían un aumento en la actividad en 2018 y 2019 la que sería más dinámica de lo inicialmente proyectado, impulsada por la mejora de las perspectivas de crecimiento en Polonia y, en particular, en Turquía[4].

Zona Euro

Según el FMI en su último informe a enero de 2018, las perspectivas de crecimiento para esta región tienen una tendencia marcada por un limitado crecimiento, el cual está respaldado por una orientación fiscal levemente expansiva, condiciones financieras flexibles en cuanto a financiamiento internacional, un euro más débil y los efectos de contagio beneficiosos del probable estímulo fiscal estadounidense. Las previsiones del Banco Mundial apuntan a que el producto de la zona del euro crecerá 2,4% en 2017 y 2,2% en 2018. El crecimiento se ralentiza aún más en el año 2019, proyectándose un crecimiento de 2%

Este desempeño se debe a la sostenida recuperación de los países exportadores de productos básicos y la disipación de los riesgos geopolíticos y de la incertidumbre respecto de las políticas internas en las principales economías de la región, con amplia base de mejoras en los países miembros estimulado por el estímulo de política y el fortalecimiento demanda global. En particular, el crédito del sector privado continuó respondiendo a la postura estimulante del Banco Central Europeo5.

África y Medio Oriente

Para el FMI, las perspectivas a corto plazo de la región de Medio Oriente, Norte de África, Afganistán y Pakistán han mejorado, con un crecimiento estimado para el año 2017 de 2,5% y en 2018 un crecimiento de 3,6%. Este débil ritmo de expansión refleja la disminución del nivel general de crecimiento de los países exportadores de petróleo de la región tras los recortes de producción acordados por la OPEP en noviembre de 2016, lo cual oculta el repunte del crecimiento ajeno al sector petrolero que previsiblemente ocurrirá a medida que disminuya el ajuste fiscal necesario para adaptarse a la caída estructural del ingreso petrolero. Aunque el avance de los precios del petróleo está contribuyendo a la recuperación de la demanda interna de los países exportadores de petróleo, incluida Arabia Saudita, el ajuste fiscal que sigue siendo necesario limitaría las perspectivas de crecimiento. La reactivación del crecimiento de África subsahariana (de 2,7% en 2017 a 3,3% en 2018 y 3,5% en 2019) coincide en términos generales con los pronósticos de otoño, previéndose una leve mejora de las perspectivas de crecimiento de Nigeria y perspectivas menos halagüeñas para Sudáfrica, cuyo crecimiento se mantendría por debajo de 1% en 2018–19 debido al efecto negativo de la incertidumbre política. 6.

Por otra parte, el Banco Mundial prevé que el crecimiento de esta región refleje desaceleraciones en las economías exportadoras de petróleo, como resultado de la ya señalada disminución de las cuotas de producción de petróleo acordada en noviembre de 2016. En importadores, se espera que el crecimiento mejore este año, ayudado por reformas y factores de oferta tales como las recuperaciones inducidas por el clima en la producción agrícola. Se espera que el crecimiento regional alcance un promedio de 3,2% en 2018, en medio de los precios moderadamente subiendo del petróleo[7].

Según la CEPAL en su Balance Preliminar de las economías a diciembre de 2017, la economía mundial crecería a una tasa del 2,9%, cifra superior a 2,4% alcanzado en 2016. La mejora en el crecimiento fue casi generalizada y benefició tanto a las economías desarrolladas como a las emergentes, que mostraron una aceleración en el ritmo de crecimiento durante el presente año. La tasa estimada de crecimiento para las primeras en 2017 es del 2,1% (frente a 1,6% de

[3] Ídem.
[4] Ídem.
[5] Ídem
[6] Ídem
[7] http://www.bancomundial.org/es/news/press-release/2017/06/06/global-growth-set-to-strengthen-to-2-7-percent-as-outlook-brightens

2016), en tanto que la tasa estimada para las segundas es del 4,5% (frente al 4,0% de 2016). Se espera que este contexto de mayor crecimiento se mantenga en 2018.

Las proyecciones para 2018 sitúan al crecimiento de la economía mundial en torno al 3%, con un mayor dinamismo de las economías emergentes. Como se señaló, las economías desarrolladas mantendrán un crecimiento de alrededor del 2%, mientras que las economías emergentes mostrarían un alza en la tasa de crecimiento que podría llegar al 4,8%. A nivel de país, se espera que los Estados Unidos mantengan la aceleración económica en 2018, a una tasa estimada del 2,4%, mientras que la zona del euro registraría tasas similares a las de 2017. China disminuiría su crecimiento en 0,3 décimas, con lo que alcanzaría el 6,5%, mientras que la India crecería al 7,2% en 2018, desde el 6,7% de 2017[8].

El dólar se mantiene como una moneda fuerte frente a las diferentes monedas circulantes, a continuación, se detalla su cotización promedio mensual frente a diferentes monedas.

	COLOMBIA	PERÚ	ARGENTINA	CHILE	REINO UNIDO	U.E.	CHINA	RUSIA
Mes	**Peso**	**Nuevo sol**	**Peso**	**Peso**	**Libra**	**Euro**	**Yuan**	**Rublo**
Ene	2.937,72	3,2861	15,93	647,88	0,80	0,93	6,88	59,84
Feb	2.881,84	3,2488	15,43	645,58	0,80	0,95	6,86	58,38
Mar	2.877,70	3,2419	15,40	661,68	0,80	0,93	6,89	56,01
Abr	2.944,64	3,2402	15,45	664,36	0,78	0,92	6,90	57,25
May	2.918,86	3,2806	16,08	675,08	0,78	0,89	6,85	56,63
Jun	3.035,82	3,2445	16,49	662,73	0,77	0,88	6,78	59,24
Julio	3.000,30	3,2387	17,78	651,17	0,76	0,85	6,74	59,47
Ago	2.933,41	3,2381	17,44	629,44	0,77	0,83	6,59	58,35
Sept	2938,58	3,2688	17,52	636,49	0,74	0,84	6,65	58,06
Oct	3022,97	3,25	17,69	638,57	0,76	0,86	6,64	57,92
Nov	3005,71	3,23	17,43	643,25	0,74	0,84	6,61	58,57
Dic	2985,07	3,24	18,74	614,96	0,74	0,86	6,53	57,55

Tabla 2: Cotización del dólar Mercado Internacional (diciembre 2017).
Fuente: BCE; **Elaboración:** ICRE

En cuanto a los mercados financieros internacionales, los mercados accionarios globales cerraron la jornada al 26 de enero de 2017 con valorizaciones en línea con la disminución de los niveles de volatilidad, el incremento de 1,05% en los precios del petróleo y la depreciación del dólar, con lo cual el índice DXY, índice que compara en base diaria el comportamiento del dólar estadounidense frente a otras seis monedas mundiales, se redujo 0.37%. Los índices accionarios estadounidenses registraron un comportamiento positivo debido a los buenos resultados trimestrales de emisores, y a pesar de una desaceleración en el crecimiento de la economía, la cual pasó de crecer 3,2% al alza en el tercer trimestre del 2017 a 2.6% al alza en el cuarto trimestre del mismo año. Así, el índice industrial Dow Jones avanzó 0.85% influenciado por la valorización de las acciones del sector tecnológico y de salud; asimismo el índice S&P500 aumento 1.18% hasta alcanzar los 2,872.87 puntos.

Los mercados accionarios europeos continuaron con el rally positivo respondiendo a los buenos resultados de las empresas del sector consumo acompañado de un crecimiento económico superior al esperado por el mercado. De esta manera el índice FTSE 100 avanzó 0.65%, mientras que el Euro Stoxx 50 subió 0.48%[9].

En el mercado internacional, al 29 de enero de 2017, los títulos del tesoro a 10 años operan al 2,7179% (5,61pbs). Los bonos alemanes al 0,6811% (5,53pbs). En el mercado de divisas el euro (EUR) 1,2384 (-0.35%) la libra esterlina (GBP) 1,4066 (-0,66%) y el yen japonés (JPY) 108,78 (-0,18%). En Latinoamérica, el peso mexicano (MXN) 18,626 (-0,73%), el real brasilero (BRL) 3,1703 (-0,71%) y el peso chileno (CLP) 604,38 (-0.45%). El petróleo WTI USD 65,7 (-0,67%) y Brent USD 69,86 (-0,94%). En el mercado accionario global el índice S&P 500 cerró la jornada anterior en 2.873 unidades (+1,18%), el índice Dow Jones en 26617 (+0,85%) en Europa el índice EUROSTOXX50 3646 (+-0,03%)[10].

ENTORNO REGIONAL

Según el Fondo Monetario Internacional (FMI).

Para América Latina y el Caribe se prevé una recuperación más débil de lo esperado, con un crecimiento de 1,3% en 2017, 1,9% en 2018 y 2,6% en 2019. La corrección de un punto porcentual en el repunte del crecimiento se debe a la recuperación de los precios de las materias primas en el tercer trimestre de del año 2017. Este cambio es atribuible a la mejora de las perspectivas de México, que se beneficiará del fortalecimiento de la demanda estadounidense, el afianzamiento de la recuperación de Brasil y los efectos favorables del alza de precios de las materias primas y la distensión de las condiciones financieras en algunos países exportadores. Estas revisiones al alza compensan holgadamente las nuevas revisiones a la baja de la economía venezolana.

Para México se prevé que el crecimiento se moderara a 2% en 2017 y 2,3% en 2018. La corrección a la baja del crecimiento se debe al empañamiento de las perspectivas de inversión y consumo, además de las condiciones financieras menos halagadoras y más incertidumbre en torno a las relaciones comerciales con Estados Unidos[11]. Brasil, por su parte, dejara atrás una de las recesiones más profundas, gracias a un crecimiento previsto de 1,1% en 2017 y 1,9% en 2018. Los factores originadores de este comportamiento están dados por

[8] http://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/42651/S1701178_es.pdf?sequence=19&isAllowed=y

[9] Informe accionario el 26 de enero de 2017, extraído de: https://www.accivalores.com//content/informes/561d60f084001fb131ea3ec9f75313d8.pdf

[10] Informe diario de mercados internacionales, Acciones y valores comisionista de bolsa, extraído de: https://www.accivalores.com//content/informes/008a1cf184e03c54719664531dbc2aed.pdf

[11] Diario el comercio, Sección Negocios, "Los números del FMI sobre el Ecuador ahora son positivos", 11 de octubre de 2017.

una menor incertidumbre política, la distensión de la política monetaria y el avance del programa de reforma.

Según el Banco Mundial (BM)

La economía regional, según las nuevas proyecciones en el informe de perspectivas económicas mundiales a enero de 2018, luego de experimentar un crecimiento de 1,4% en 2016, presentó un crecimiento estimado de 0,9% en 2017, apoyado por el fortalecimiento del consumo y una menor contracción de la inversión. Según los cálculos, el crecimiento cobrará impulso a medida que la inversión y el consumo privado se consoliden, en particular en las economías exportadoras de commodities. No obstante, la intensificación de la incertidumbre normativa, los desastres naturales, el incremento en el proteccionismo comercial de Estados Unidos o un mayor deterioro de las condiciones fiscales de los propios países podrían desviar el curso del crecimiento. La previsión del informe es que el crecimiento en Brasil tendrá un repunte hasta el 2% y México lo hará hasta el 2,1%. Ambos países, como primera y segunda economía regional, son muy importantes para el fortalecimiento del crecimiento[12].

Además, el crecimiento de la región está sujeto a considerables riesgos de desaceleración. La incertidumbre política en países como Brasil, Guatemala y Perú podría frenar el crecimiento. Las perturbaciones generadas por desastres naturales, efectos secundarios negativos provenientes de alteraciones en los mercados financieros internacionales o un aumento del proteccionismo comercial en Estados Unidos, además de un mayor deterioro de las condiciones fiscales de cada país, podrían perjudicar el crecimiento de la región.

Según la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

Para este año se prevé una tasa de crecimiento en torno al 3,6%, que duplica con creces el 1,4% de 2016, y para 2018 se espera que se mantenga en ese nivel. Entre los factores que explican este mayor dinamismo del comercio se pueden identificar el aumento de la demanda agregada mundial y, en particular, un mayor dinamismo de la inversión global, que es intensiva en importaciones.

La dinámica de los precios de las materias primas se convierte en un factor muy relevante para las economías de América Latina y el Caribe, mostrando un comportamiento positivo. Tras caer un 4% en 2016, se espera que en 2017 los precios de las materias primas suban, en promedio, un 13% más. Las mayores alzas se registran en los productos energéticos (justamente los que en 2016 evidenciaron las caídas más pronunciadas) y en los metales y minerales. Los productos agropecuarios, por el contario, registrarán un aumento leve.

La demanda interna registró un incremento promedio del 1,5% en los primeros tres trimestres de 2017. Ello se explica por un aumento del 2,3% en la inversión y del 1,7% en el consumo privado, y, en menor medida, por un alza del 0,1% en el consumo público. También aumentó la tasa de crecimiento de las exportaciones.

En 2018 se espera que la economía mundial se expanda a tasas cercanas a las de 2017 y que se registre un mayor dinamismo en las economías emergentes respecto de las desarrolladas. En el plano monetario, se mantendrá una situación de mejora en la liquidez y bajas tasas de interés internacionales. Esto plantea una gran oportunidad para que América Latina y el Caribe pueda ampliar su espacio de política económica a fin de sostener el ciclo expansivo. En el ámbito financiero, se presentan incertidumbres originadas, por una parte, en la normalización de las condiciones monetarias producto de la reversión de las políticas de expansión cuantitativa que han venido implementando, o anunciando, la Reserva Federal de los Estados Unidos, el Banco Central Europeo y el Banco del Japón[13].

ENTORNO ECUATORIANO

La economía ecuatoriana se desenvuelve de forma paralela al comportamiento económico de la Región Latinoamericana, atravesando por una notable desaceleración económica que recae en descontento social.

Según el Foro Económico Mundial en el año 2017, Ecuador pierde posiciones al ubicarse en el lugar 97 de un ranking de 137 países[14] 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 en este Índice, debido al deterioro principalmente de factores como la eficiencia en mercado laboral, los impuestos, y el desempeño gubernamental. Además, el Informe Mundial sobre Desarrollo Humano elaborado por el Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD) no ha sido actualizado, por lo que, las cifras obtenidas por Ecuador en los indicadores: esperanza de vida al nacer, acceso al conocimiento sumado al promedio de años de escolaridad de la población de 25 años o más combinada con años de escolaridad para niños en edad de ingresar a la escuela, y el ingreso nacional bruto per cápita se mantienen, y ubican al país en el puesto 88, entre 188 países evaluados con un puntaje de 0,78[15].

El FMI en su última proyección publicada en enero de 2018, estima que el crecimiento de la economía ecuatoriana en el año 2017 se aproxima a 2,7%, mostrando una gran diferencia con relación a las proyecciones realizadas en sus publicaciones anteriores. Las perspectivas para 2018 también mejoraron, ya que el nuevo cálculo de

12 Global Economic Prospects; obtenido de: http://www.bancomundial.org/es/region/lac/brief/global-economic-prospects-latin-america-and-the-caribbean

13 Balance preliminar de las economías de América Latina y El Caribe, diciembre de 2017, obtenido de: http://repositorio.cepal.org/handle/11362/42651.

14 http://www.elcomercio.com/actualidad/ecuador-indice-competitividad-global-economia.html.

15 http://www.revistagestion.ec/?p=24601

la proyección muestra un crecimiento de 2,2%, mientras que la proyección para el año 2019 muestra un crecimiento de 1,7 %[16].

El Banco Central del Ecuador ha cuantificado el PIB de manera preliminar para el año 2016 en USD 97.802,7 millones, con una variación anual de -1,5%[17]. Para el año 2017, esta misma institución tiene una previsión de crecimiento de 1,5% tomando en cuenta expectativas optimistas con un pronóstico de crecimiento en las exportaciones de 7,4%, considerando el aumento moderado en los precios del crudo[18].

En el tercer trimestre de 2017, el PIB de Ecuador, a precios corrientes se cuantificó en USD 25.833 millones, además, a precios constantes, mostró una variación interanual de 3.8% respecto al tercer trimestre de 2016 y una tasa de variación trimestral de 0.9% respecto al segundo trimestre de este año. Las variaciones positivas en tres trimestres consecutivos indica que la economía ecuatoriana está superando la desaceleración del ciclo económico; Además, tomando en cuenta que todas las economías crecen en el cuarto trimestre, el país podría superar las expectativas de crecimiento publicadas por los organismos internacionales de monitoreo económico.

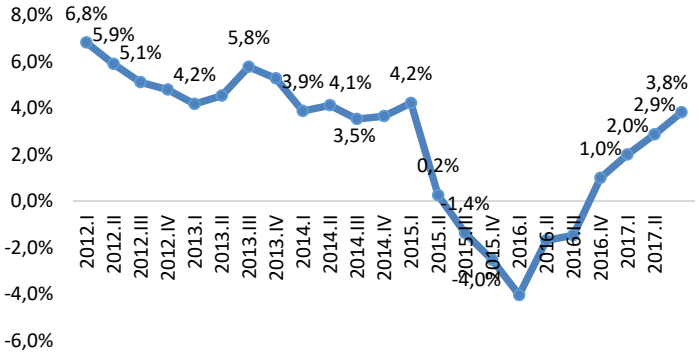


Gráfico 1: Evolución histórica PIB trimestral (Tasas de variación %)
Fuente: BCE; **Elaboración:** ICRE

El IDEAC que describe la variación, en volumen, de la actividad económica ecuatoriana a octubre de 2017 se ubica en 150,7 puntos con variaciones anual y mensual negativas de 17,6% y 5,1% respectivamente. Es decir que la actividad económica en términos de producción experimenta cierto grado de contracción respecto al año anterior, además de mostrar una tendencia casi lineal en los últimos dos meses de análisis.

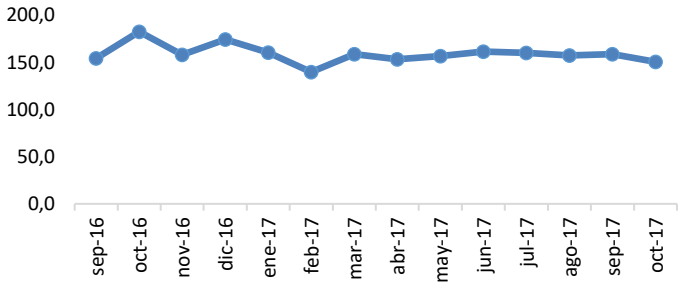


Gráfico 2: Evolución histórica IDEAC (octubre 2017)
Fuente: BCE; **Elaboración:** ICRE

La Proforma del Presupuesto General del Estado asciende a USD 34.853 millones, lo que representa un nivel de gasto menor en 5,3 % respecto del alcanzado en el Presupuesto aprobado para 2017.

Para la elaboración de esta Proforma, en la que han participado además del Ministerio de Economía y Finanzas, SENPLADES y el Banco Central del Ecuador, con el aporte de todas las instituciones del Gobierno Central, se han utilizado las siguientes previsiones macroeconómicas para 2018: Crecimiento real del PIB de 2,04%, Inflación promedio anual de 1,38%, PIB nominal de USD 104.021 millones y el precio del barril de petróleo en USD 41,92[19].

La deuda consolidada (deuda sin contar con las obligaciones con el sector público), que es el nuevo rubro que toma en cuenta Finanzas para contabilizar el techo de endeudamiento, a diciembre de 2017 se cuantifica con un valor de USD 32.639,5 millones y representando el 32,5% con relación al PIB[20].La deuda externa toma un valor USD 31.749,8 millones y la deuda interna bordea los USD 889,7 millones.

En cuanto a la recaudación tributaria (sin contribuciones solidarias), durante el año 2017, se experimentó un crecimiento de 9,3% respecto al año 2016, es decir, se ha recaudado USD 13.217,5 millones, que comparado con lo recaudado en el mismo periodo para el año 2016 (USD 12.091,6 millones), suman USD 1.125,9 millones adicionales de recaudación al fisco sin tomar en cuenta las contribuciones solidarias, las que suman un monto de USD 456,4 millones, obteniendo un total de recaudación por USD 13.673,9 millones[21].

Los tipos de impuestos que más contribuyen a la recaudación tributaria son: El Impuesto al Valor Agregado (IVA), el Impuesto a la Renta (IR) y el Impuesto a los Consumos Especiales (ICE), cuyas aportaciones son de 46,2%, 30,4% y 7% respectivamente. Para el caso del IVA, la recaudación de este impuesto creció en 6,7% y en el caso del IR se observó un crecimiento de 5,9% con respecto al mismo período del año 2016, esto demuestra que el consumo ha aumentado, generando al mismo tiempo mayor dinamismo en las ventas dentro de la economía.

[16] Diario el comercio, Sección Negocios, "Los números del FMI sobre el Ecuador ahora son positivos", 11 de octubre de 2017.
[17] Cifras económicas del Ecuador abril 2017, extraído de: https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/IndCoyuntura/CifrasEconomicas/cie201704.pdf
[18] Previsiones económicas, Banco Central del Ecuador, obtenido de: https://www.bce.fin.ec/index.php/component/k2/item/773-previsiones-macroecon%C3%B3micas.
[19] http://www.finanzas.gob.ec/gobierno-nacional-entrego-proforma-presupuestaria-2018/
[20] Informe de deuda pública realizado por el Ministerio de Finanzas, diciembre de 2017.
[21] Estadísticas de generales de recaudación, extraído de: http://www.sri.gob.ec/web/guest/estadisticas-generales-de-recaudacion;jsessionid=e96c6hHsDFdQIc+QfK2gv4Hh

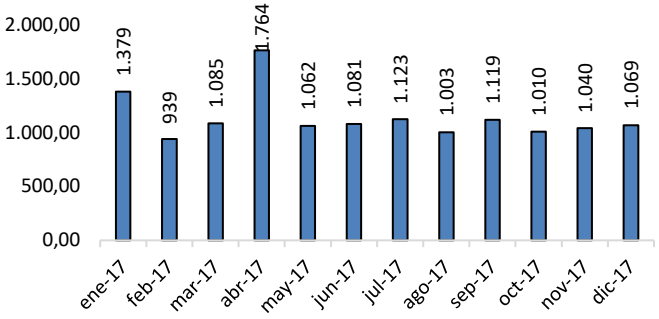


Gráfico 3: Recaudación Tributaria mensual (USD Millones)
Fuente: SRI; **Elaboración:** ICRE

El Riesgo País medido con el EMBI al 25 de enero de 2018 se encuentra con 450 puntos[22]; esta puntuación indica una notable recuperación en la imagen crediticia del país, lo que podría convertirse en un atractivo para la inversión extranjera, además, una constante disminución de este indicador se traduciría en una posible apertura de las líneas de crédito por parte de los organismos internacionales de financiamiento.

Las cifras a continuación graficadas corresponden al precio del barril de petróleo (WTI), de acuerdo con el Banco Central del Ecuador en su página web; el precio del WTI registró un valor de USD 65,61 al 25 de enero de 2018. Como se puede observar, a partir de enero del año anterior, el petróleo ha tenido caídas y repuntes no significativos en el precio, sin embargo, la tendencia es positiva a partir del mes de junio.

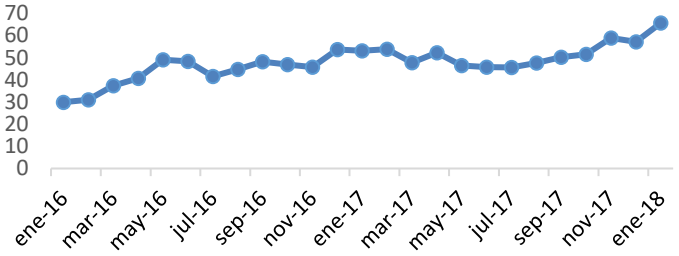


Gráfico 4: Evolución precio Barril WTI
Fuente: BCE; **Elaboración:** ICRE

De acuerdo con información obtenida del Banco Central del Ecuador, la balanza comercial petrolera durante el año 2017 registró un superávit en USD 3.371,7 millones, mientras que la balanza no petrolera es deficitaria en USD 3.344,9 millones para dicho período de análisis, además se observa que las exportaciones no petroleras representaron el 63,9% y las petroleras el 36,1% del total de las exportaciones.

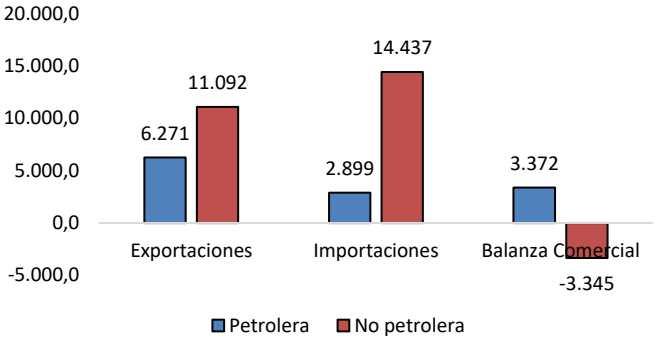


Gráfico 5: Balanza comercial petrolera y no petrolera FOB (USD millones)
Fuente: BCE; **Elaboración:** ICRE

Durante al año 2017, las exportaciones totales crecieron en 14,2% y las importaciones en 23,4% respecto al año anterior, dando como resultado una balanza comercial total superavitaria en USD 26,8 millones para este período de análisis.

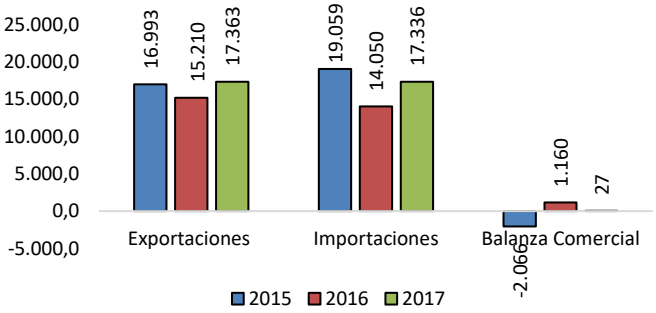


Gráfico 6: Balanza Comercial Histórica
Fuente: COMEX – PROECUADOR, BCE; **Elaboración:** ICRE

Al analizar la participación de cada producto en el total de las exportaciones realizadas en el mismo período de tiempo analizado, el petróleo crudo fue el producto de mayor exportación en términos monetarios con un monto de USD 5.613,5 millones, el banano fue el segundo producto de mayor exportación, cuyo valor exportado fue USD 2.764,6 millones, seguido por el camarón con USD 2.746,7 millones, enlatados con un valor de USD 1.052,4 millones, flores con un valor exportado de USD 820 millones y cacao con USD 628 millones. El siguiente gráfico explica la participación porcentual de las exportaciones por producto durante el período enero – octubre de 2017.

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

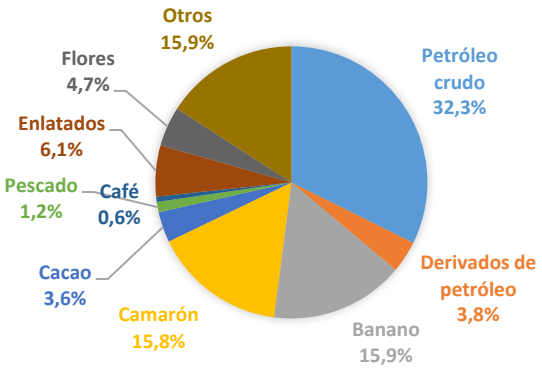


Gráfico 7: Principales productos no petroleros exportados
Fuente: BCE; **Elaboración:** ICRE

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

MACROECONOMIA; Información: INEC, BCE, SNI	
Ingreso per cápita (2016) *	USD 5.966
Inflación acumulada (diciembre 2017) *	-0,20%
Inflación mensual (noviembre 2017) *	-0,18%
Salario básico unificado	USD 386
Canasta familiar básica (diciembre 2017) *	USD 708,98
Tasa de subempleo (diciembre 2017) *	19,8%
Tasa de desempleo (diciembre 2017) *	4,6%
Precio crudo WTI (25 enero 2017)	USD 65,61
Índice de Precios al Productor (diciembre 2017) *	1%
Riesgo país (25 enero 2017) *	450 puntos
Deuda consolidada como porcentaje del PIB (noviembre 2017)	32,5%
Tasa de interés activa (enero 2017)	7,72 %
Tasa de interés pasiva (enero 2017)	4,98%
Deuda pública consolidada (septiembre 2017) millones USD*	32.639,5

(*) Última fecha de información disponible

Tabla 3: Indicadores macroeconómicos
Fuente: INEC, 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 4: Tasa Activa Máxima - enero 2018
Fuente: BCE; **Elaboración:** ICRE

De acuerdo con el monitoreo mensual realizado, las tasas activas efectivas se han mantenido constantes desde enero del presente año.

MONTOS NEGOCIADOS; Fuente: BVQ [23]		
Bolsa	**Millones USD**	**%**
BVQ	318,22	49,8%
BVG	497.36	50,2%
Total	**815,58**	**100,0%**

Tabla 5: Montos negociados (diciembre 2017)
Fuente: BVQ; **Elaboración:** ICRE

De acuerdo con la información provista por la Bolsa de Valores Quito a diciembre de 2017, la composición de los montos negociados en el mercado bursátil nacional presentó una concentración de negociaciones de renta fija representó el 99.33% y de renta variable el 0.67% del total transado. En lo que concierne al tipo de mercado, el 87% corresponde a las negociaciones de mercado primario y el 13% al mercado secundario. En este mes de análisis, se registró un monto total negociado a nivel nacional de USD 815,58 millones a nivel nacional. En relación con el mes anterior las negociaciones en el mercado bursátil se caracterizaron por un incremento en sus volúmenes nacionales de USD 280.66 millones, mientras que el índice Ecuaindex, al 29 de diciembre de 2017, alcanzó los 1.206,08 puntos, registrando un decremento de 13,09 puntos con respecto al anterior mes de análisis.

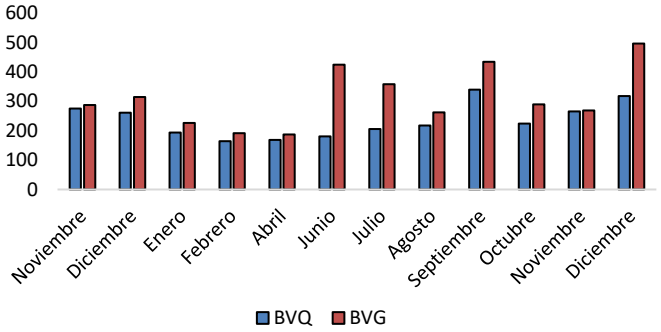


Gráfico 8: Historial de montos negociados BVQ y BVG, noviembre 2017
Fuente: BVQ; **Elaboración:** ICRE

Número de emisores por sector: A diciembre de 2017, existen 278 emisores sin incluir fideicomisos o titularizaciones. De este número, 139 son pymes, 108 son empresas grandes y 31 pertenecen al sector financiero. El sector comercial tiene la mayor cantidad de emisores con una participación de 30,6% en el mercado, seguido del sector industrial con una participación de 29,5%.

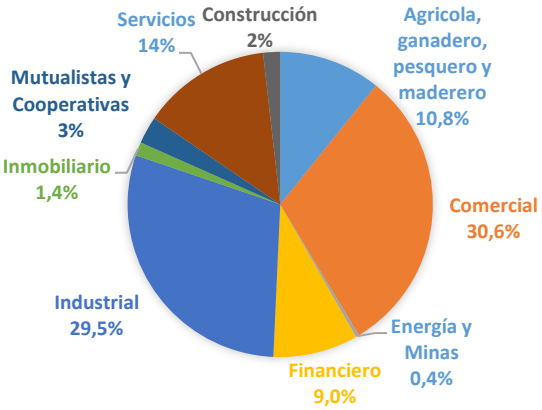


Gráfico 9: Número de emisores por sector (diciembre 2017)
Fuente: BVQ; **Elaboración:** ICRE

Las provincias con mayor concentración de emisores son Guayas (150), Pichincha (93) y Azuay (11)[24].

PYMES en el mercado bursátil: La mayor cantidad de PYMES a diciembre de 2017, se concentran en Guayas (89) y Pichincha (37). Además, se observa la participación de PYMES por sector económico en el siguiente gráfico:

[23] http://www.bolsadequito.info/estadisticas/informacion-estadistica/

[24] http://www.bolsadequito.info/informacion/BoletinMensual/

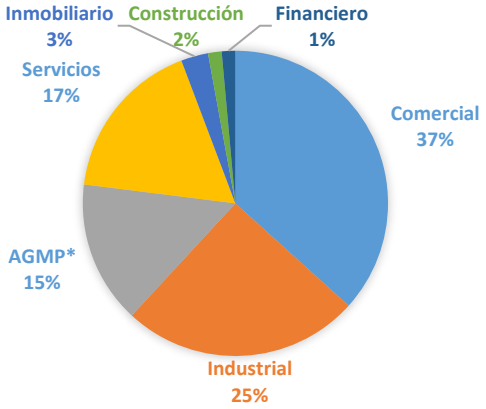


Gráfico 10: PYMES en el mercado bursátil por sector (diciembre 2017)
Fuente: BVQ; **Elaboración:** ICRE

Inflación: La inflación acumulada para el año 2016 terminó con un 1,12%. Al 31 de diciembre de 2017, la inflación acumulada fue de -0,20% (deflación) y la mensual experimentó una variación de -0,18% (deflación).

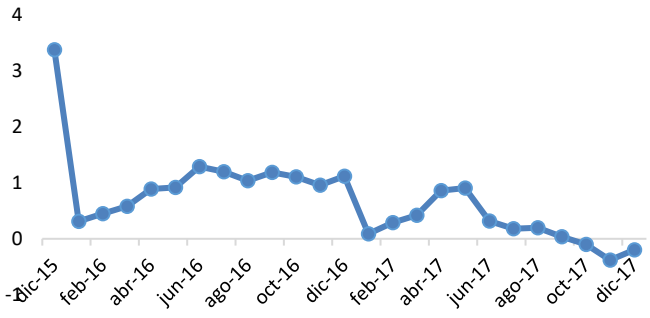


Gráfico 11: Inflación acumulada (**diciembre** 2017)
Fuente: BCE; **Elaboración:** ICRE

Tasa activa y pasiva: Según el BCE, la tasa de interés activa a enero de 2018 se sitúa en el 7,72%, mostrando un leve incremento respecto al mes anterior, mientras que la tasa de interés pasiva para la misma fecha es de 4,98%.

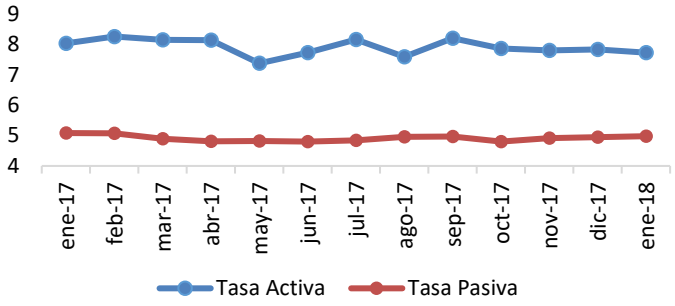


Gráfico 12: Tasa activa y pasiva (enero 2018)
Fuente: BCE; **Elaboración:** ICRE

Sistema Financiero Nacional: En el mes de noviembre de 2017, las captaciones en el Sistema Financiero Nacional sumaron un monto de USD 25.178,5 millones con una variación positiva de 0,6% respecto al mes anterior y un incremento de 10,4% respecto a noviembre de 2016. Del total de captaciones realizadas, el 41,6% fueron depósitos de ahorro, el 51,2% fueron depósitos a plazo fijo, el 5,9% fueron depósito restringidos, no se realizaron operaciones de reporto y otros depósitos representaron el 1,3%. Es importante notar el constante aumento mensual de los depósitos en el sistema financiero, lo que denota una recuperación de la confianza de los cuentaahorristas en las instituciones financieras del país.

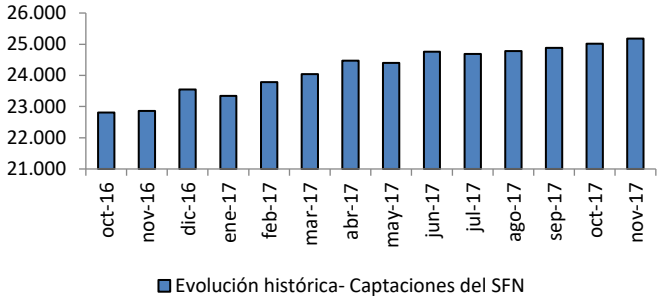


Gráfico 13: Evolución mensual – Captaciones del Sistema Financiero Nacional
Fuente: BCE; **Elaboración:** ICRE

Del total de captaciones, los bancos privados son los que más participación toman en el Sistema Financiero nacional con un monto total de USD 17.036,6 millones y las cooperativas con un monto de USD 6.696,6 millones. La participación porcentual podemos observar en el siguiente gráfico:

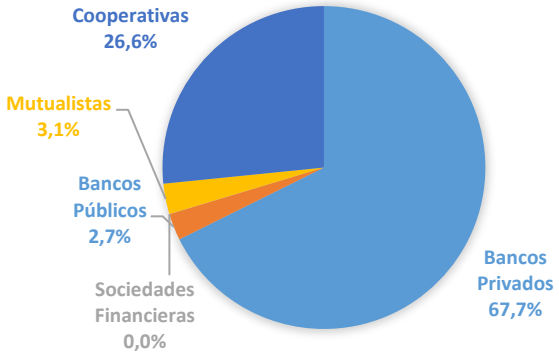


Gráfico 14: Captaciones del Sistema Financiero Nacional (noviembre 2017)
Fuente: BCE; **Elaboración:** ICRE

El Sistema Financiero Nacional, a la misma fecha reportó un monto total de créditos colocados por USD 34.231,5 millones, con una variación mensual positiva de 2,1% y una variación anual de 15,6% respecto a noviembre de 2016, esto indica que el sector real, cada vez necesita mayor financiamiento para sus actividades de consumo e inversión. Por otra parte, la cartera vencida del Sistema Financiero Nacional representa el 4,1% del total del volumen de créditos, lo que denota una baja morosidad.

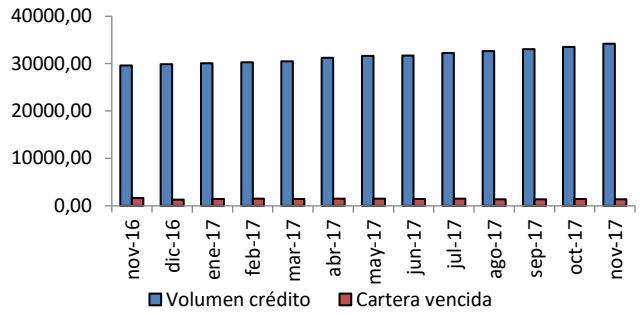


Gráfico 15: Evolución mensual - Monto total de créditos colocados
Fuente: BCE**; Elaboración:** ICRE

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

Sector comercial

El sector comercial es uno de los principales dinamizadores de la economía, así como la primera alerta del comportamiento del consumo; el PIB de este sector se cuantificó en USD 9.636,54 millones en el año 2016, este monto representa el 9,77% del PIB total; además, el desempeño económico de este sector tuvo una contracción del 5,69% con respecto al año 2015,[25] reflejando la afectación y la desaceleración económica por la que atraviesa el país.

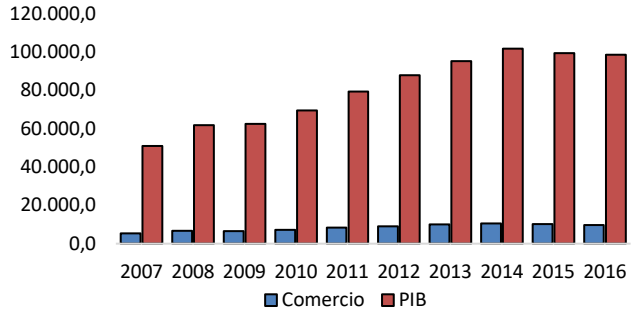


Gráfico 16: PIB – Sector Comercial Vs. PIB Total (millones USD)
Fuente: BCE; **Elaboración:** ICRE

Algunas métricas utilizadas por el INEC permiten monitorear el comportamiento de un determinado sector productivo, ese es caso del **Índice de Nivel de Actividad Registrada**, que indica el desempeño económico-fiscal mensual de los sectores y actividades productivas de la economía nacional, a través de un indicador estadístico que mide el comportamiento en el tiempo de las ventas corrientes para un mes calendario comparadas con las del mismo mes, pero del período base (Año 2002=100)[26]. A octubre de 2017, este indicador se ubica en 95,47 puntos con una variación negativa anual y mensual del 3,42% y 8,16% respectivamente; es decir, que las actividades de comercio presentaron una caída, luego de mantenerse estables en el tercer trimestre del 2017, promediando los 106,65 puntos.

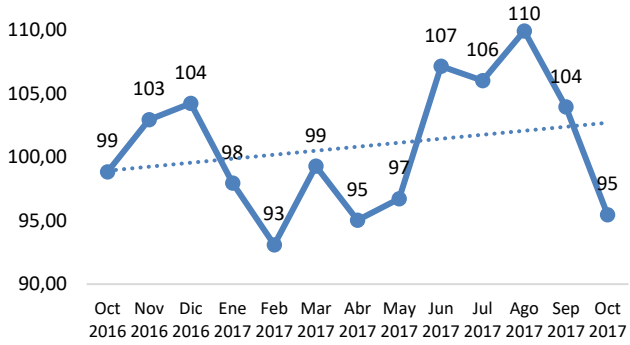


Gráfico 17: INA-R Actividades de Comercio (octubre 2017).
Fuente: INEC; **Elaboración:** ICRE

El **Índice de Puestos de Trabajo** mide el número de personal ocupado, empleados y obreros, en las actividades de comercio, a octubre de 2017 se ubicó en 90,85 puntos, con una leve variación negativa mensual y anual del 0,69% y 0,65% respectivamente. Es decir que el número de plazas de trabajo en las actividades de comercio han sufrido una leve caída con respecto al mes y año anterior.

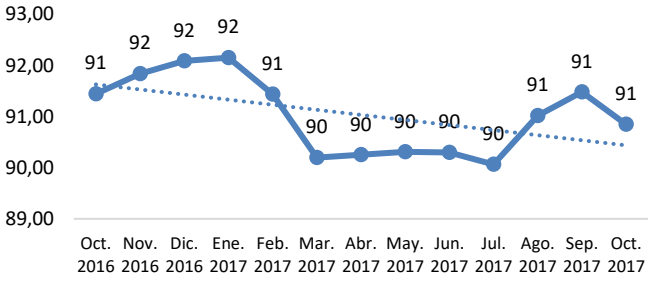


Gráfico 18: Índice Puestos de Trabajo – Comercio (octubre 2017)
Fuente: INEC; **Elaboración:** ICRE

El **Índice de Horas de Trabajo** mide el número de horas, tanto normales como extras, utilizadas por el personal, en las actividades de comercio, a octubre de 2017 se ubicó en 89,90 puntos, con una leve

[25]Producto Interno Bruto por Industria, Banco Central del Ecuador; obtenido de: https://contenido.bce.fin.ec/home1/estadisticas/bolmensual/IEMensual.jsp

[26] Metodología INA-R, marzo 2017, extraído de: http://www.ecuadorencifras.gob.ec/indice-de-nivel-de-la-actividad-registrada/

variación positiva mensual y anual del 0,46% y 0,22% respectivamente, manteniendo una tendencia estable entre octubre 2016 y octubre 2017.

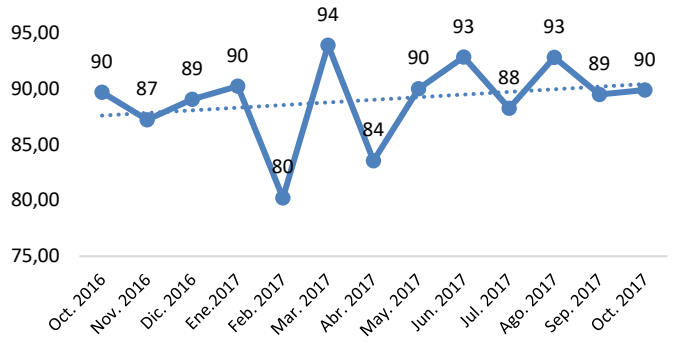


Gráfico 19: Índice de horas trabajadas – Comercio (octubre 2017).
Fuente: INEC; **Elaboración:** ICRE

El **Índice de Remuneraciones** mide la evolución de las remuneraciones por hora trabajada percibidas por el personal ocupado en las actividades de comercio, en el mes de octubre de 2017, se ubica en 99,76 puntos con una variación anual negativa del 3,56%% y una variación mensual positiva del 1,08%, evidenciando una pequeña subida en las remuneraciones del personal con respecto del mes anterior, lo que presumiría un leve incremento en los costos para el desarrollo de las actividades de comercio, sin embargo, al analizar la variación anual, se observa una tendencia decreciente de las remuneraciones, que podría estar influenciada por un incremento en la oferta laboral en las actividades de comercio.

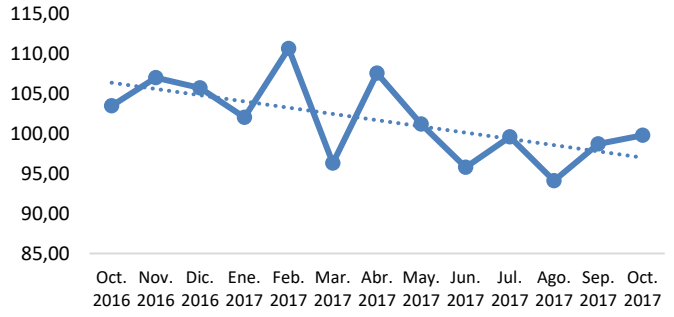


Gráfico 20: índice de remuneraciones – Comercio (octubre 2017)
Fuente: INEC; **Elaboración:** ICRE

Según la información obtenida de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, el número de compañías dedicadas a las actividades comerciales ha disminuido a partir del año 2013, este número en dicho año fue de 16.406 empresas registradas a nivel nacional y para el año 2016 el número de empresas registradas fue de 13.041.

Durante el año 2016, las compañías dedicadas a las actividades comerciales operaron principalmente en las ciudades de Guayaquil, Quito y Machala, cuyos porcentajes de participación nacional son del 36,2%, 30,6% y 4% respectivamente.

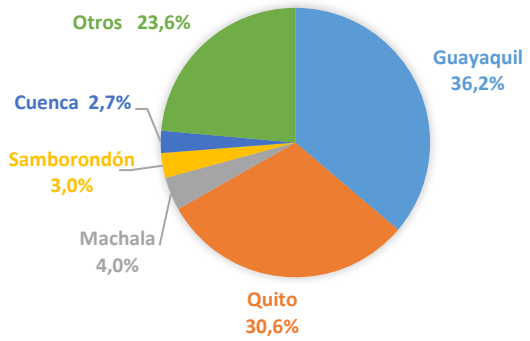


Gráfico 21: Participación empresarial por ciudad (2016)
Fuente: SCVS; **Elaboración:** ICRE

Presentando ventas totales por un monto de USD 35.290 millones y generando una utilidad neta por un monto de USD 1.507 millones, estos valores reflejan una caída de las ventas en el 18,9% y de las utilidades del 29,3% con respecto al año anterior, sin embargo, a partir del año 2017 las ventas empiezan a crecer, lo que se evidencia con el crecimiento de la recaudación del IVA, como se observa en la sección del entorno macroeconómico.[27]

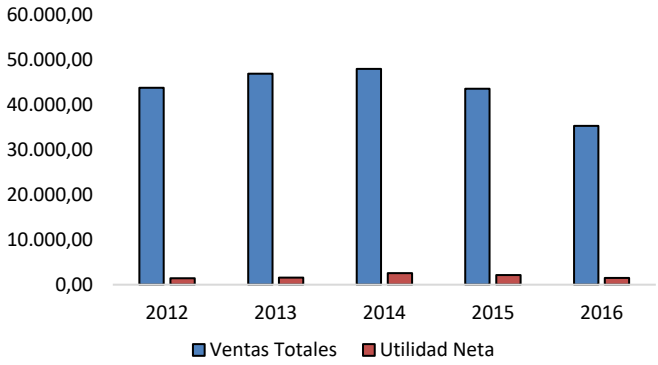


Gráfico 22: Evolución histórica de las utilidades – Sector Comercial
Fuente: SCVS; **Elaboración:** ICRE

El análisis del sector comercial debe ser diferenciado de acuerdo con las principales actividades comerciales según la SCVS, los tres principales niveles del sector son:

- Comercio y reparación de vehículos automotores y motocicletas.
- Comercio al por mayor, excepto el de vehículos automotores y motocicletas.
- Comercio al por menor, excepto el de vehículos automotores y motocicletas.

Una vez denotada la desagregación del sector comercial, se observa que para el año 2016, el número de empresas dentro del comercio y reparación de vehículos es de 1.255, dentro del comercio al por mayor se concentraron 9.227 empresas y en el comercio al por menor se registraron 2.559 empresas a nivel nacional.

[27]Balances consolidados del sector societario, Superintendencia de Compañías, extraído de: http://appscvs.supercias.gob.ec/portalInformacion/sector_societario.zul

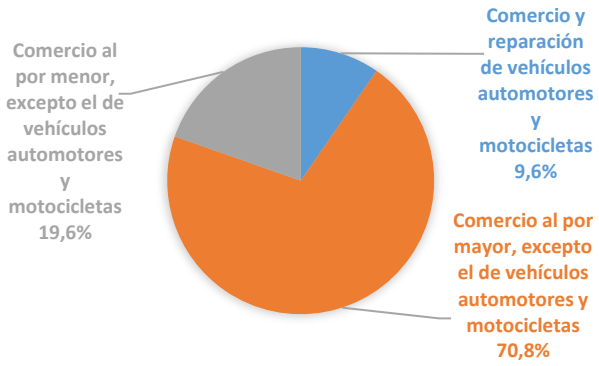


Gráfico 23: Composición del Sector comercial por actividad (Año 2016).
Fuente: SCVS; **Elaboración:** ICRE

El mercado de electrodomésticos y relacionados, se encuentra distribuido entre varios participantes que se han establecido en el Ecuador por más de 10 años. En la actualidad, por factores macroeconómicos, su crecimiento no ha sido progresivo en comparación a años anteriores. Sin embargo, la facilidad de pago y el financiamiento directo por empresas comerciales hacia el consumidor han incentivado el consumo.

La contracción de la economía ecuatoriana en 2016 tuvo su impacto en el nivel de consumo de la población, sumado a las restricciones de importación, las salvaguardias arancelarias y el aumento del IVA, repercutió en los precios del sector electrodomésticos. A pesar de ser uno de los sectores que se ha podido beneficiar con el cambio de la matriz productiva impulsado por el gobierno ecuatoriano, la industria de los electrodomésticos ha visto disminuidos sus ingresos. 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.

La revista Vistazo en su edición anual de las "500 mayores empresas del Ecuador" evidencia que las ventas de medio millar de empresas que ha analizado en el 2016, asciende a USD 65.000 millones, siendo esta cifra menor al monto registrado en un análisis similar en el 2011. Se evidencia una tendencia decreciente desde el periodo 2014, en esta ocasión la caída fue de un 10% adicional respecto al 2015. En este análisis constan 13 empresas del sector electrodomésticos, las cuales redujeron sus ventas en 17%. ICESA S.A. es participe en el top 10 de las compañías con mayores ingresos al cierre del año 2016, posicionándose en el sexto puesto, dentro de su segmento (séptimo en 2015) y ubicándose en el puesto 93 (12 puesto superior al registrado para el año 2015) en las 500 mayores empresas.

POSICIÓN 2016	POSICIÓN 2015	COMPAÑÍA	INGRESOS 2016	INGRESOS 2015
1	4	Marcimex S.A.	172,42	211,26
2	5	Unicomer del Ecuador S.A.	160,55	193,11
3	2	Compañía General de Comercio y Mandato S.A.	153,92	223,15
4	3	Induglob S.A.	153,80	214,24
5	1	La Ganga S.A.	148,22	250,99
6	7	ICESA S.A.	141,88	142,52
7	6	Crecoscorp S.A.	120,667	154,50
8	8	Mabe Ecuador S.A.	104,00	113,00
9	SP	Industria Nacional de Ensamblaje S.A. INNACENSA	67,69	17,04
10	9	Audiovisión Eléctrica AUDIOELEC S.A.	50,91	78,42

Tabla 6: Top 10 sector electrodomésticos 2016 (millones USD).
Fuente: Vistazo; **Elaboración:** ICRE

ICESA S.A. presenta una participación alrededor el 16% del mercado de electrodomésticos y productos relacionados.

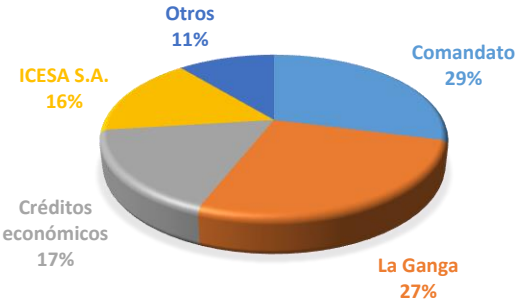


Tabla 7: Participación del mercado 2017
Fuente: ICESA S.A.; **Elaboración:** ICRE

Con lo antes expuesto se da cumplimiento a lo establecido en el Numeral 1, Artículo 20, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, es opinión de ICRE del Ecuador Calificadora de Riesgos S.A. que ICESA S.A. mantiene una buena posición en su sector a pesar de la fuerte competencia y la situación en la que se encuentra atravesando el sector comercial, ha logrado mantener estabilidad en sus números.

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.

Después de cambios en estatutos por fusiones y adquisiciones, actualmente la actividad principal que realiza la compañía es la comercialización y distribución de artículos nacionales e importados para

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

La compañía mantiene diversos canales de distribución de sus productos, como son: Almacenes Japón, Orve Hogar, iStore, Samsung Experience Store, HP Store, Home Appliance, entre otros; operando 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".

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

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

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

ACCIONISTAS	NACIONALIDAD	% PARTICIPACIÓN
Abedrabbo Larach Jorge Alberto	Ecuador	4.00%
Chen Trading Group Limited	Hong Kong	15.00%
Bright Exports Limited	Hong Kong	18.00%
May´S China Limited	Hong Kong	58.00%
Mabel Group -Holding S.A.	Ecuador	5.00%
Total		**100.00%**

Tabla 8: Composición accionarial ICESA S.A.
Fuente: ICESA S.A.; **Elaboración:** ICRE

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

SOCIO	NACIONALIDAD	PARTICIPACIÓN
Abedrabbo Larach Roberto Munir	Ecuador	99,90%
Huasicorp S.A.	Ecuador	0,10%
Total		**100%**

Tabla 9: Composición accionarial MABEL GROUP HOLDING S.A.
Fuente: SCVS.; **Elaboración:** ICRE

Y a su vez la compañía Huasicorp S.A. está conformada de la siguiente manera:

SOCIO	NACIONALIDAD	PARTICIPACIÓN
Abedrabbo Larach Roberto Munir	Ecuador	99,95%
Ybarz Abedrabbo María José	Ecuador	0,05%
Total		**100%**

Tabla 10: HUASICORP S.A.
Fuente: SCVS; **Elaboración:** ICRE

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

Con corte noviembre 2017 ICESA S.A. cuenta con 1.621 trabajadores, un 2,92% más de lo que tenía en julio 2017, a los que la compañía considera de un rendimiento más que satisfactorio en la generalidad de los casos, los mismos que están en diferentes áreas: administrativa y comercial. Cabe mencionar que a la fecha no presenta sindicatos ni comités de empresas que afecten al funcionamiento normal de la compañía:

ÁREAS	NO. EMPLEADOS
Comercial	1.378
Administrativa	243
Total Empleados	**1.621**

Tabla 12: Número de empleados
Fuente: ICESA S.A.; **Elaboración:** ICRE

Un breve organigrama de la compañía se muestra a continuación:

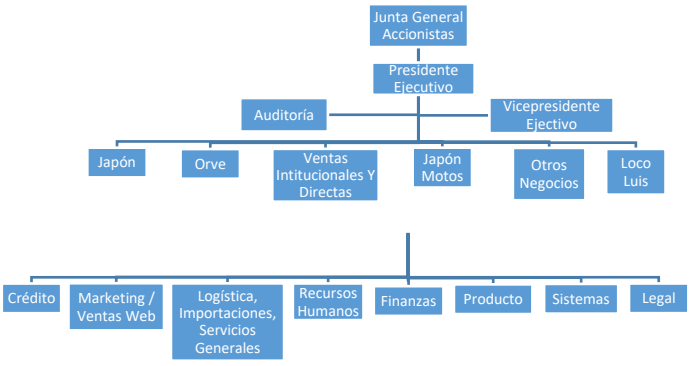


Gráfico 24: Estructura organizacional
Fuente: ICESA S.A.; **Elaboración:** ICESA S.A

Según estatutos la administración de la compañía estará a cargo de la Junta General de Accionistas, del Presidente o del Gerente Gene-

ral, en su caso, siendo la Junta General de Accionistas la misma autoridad. La representación de la compañía estará a cargo del Presidente y del Gerente General, conjunta o separadamente, quienes la obligaran en todos los actos y contratos en que intervenga.

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

NOMBRE	CARGO
José Francisco Jiménez	Presidente Ejecutivo
Juan Carlos Caizatoa Pérez	Vicepresidente Ejecutivo
Andrés Augusto Osejo Herazo	Vicepresidente Ejecutivo
Alex Vinueza	Auditoría
Walter Burgos	Japón
Fernando Carrión	Orve Hogar
Johnny Candell	Ventas Institucionales Y Directas
Sebastián Mendizabal	Japón Motors
Fabián Idrovo	Otros Negocios
Marcelo Bravo	Loco Luis
Jorge Matamoros	Crédito
Carolina Montero	Marketing / Ventas Web
Paul Celi	Logística, Importaciones
Gabriella Villamar	Recursos Humanos
Andrés Osejo	Producto
Giovanni Merizalde	Sistemas
Fernando Cabrera	Legal

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

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

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

COMPAÑÍA	VINCULADO	ESTADO
Darmain S.A.	Celi Herrera Paúl Alberto	ACTIVA
Pyxis S.A.	Juan Carlos Caizatoa Pérez y Celi Herrera Paul Alberto	DISOLUCIÓN

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

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

NOMBRE	VINCULADO	PARTICIPACIÓN
Hotel Colón Internacional C.A.	Abedrabbo Larach Jorge Alberto	6%
Holcim Ecuador S.A.	Abedrabbo Larach Jorge Alberto	0,002%
Ribel S.A.	Abedrabbo Larach Jorge Alberto	70%
Hoteles del Ecuador HODESA S.A.	Abedrabbo Larach Jorge Alberto	6%
Interfibra S.A.	Abedrabbo Larach Jorge Alberto	90%
Club de la Unión Quito S.A UNICLUB	Abedrabbo Larach Jorge Alberto Abedrabbo Larach Roberto Munir	0,2% 0,2%
Dosmilcorp S.A.	Abedrabbo Larach Jorge Alberto	25%
Hiltexpoy S.A.	Abedrabbo Larach Jorge Alberto	92%
Hidrosigchos S.A.	Abedrabbo Larach Jorge Alberto	100%
Legendmotos S.A.	Abedrabbo Larach Jorge Alberto	10%
Balcaosa S.A.	Abedrabbo Larach Jorge Alberto	30%
Textiles El Rayo S.A.	Abedrabbo Larach Roberto Munir	100%
Corpmunab S.A.	Abedrabbo Larach Roberto Munir	95%
Landuni S.A.	Abedrabbo Larach Roberto Munir	0,1%
Darmain S.A.	Abedrabbo Larach Roberto Munir	0,0003%
Proveedora de Servicios Mercantil PROVEAGIL S.A.	Abedrabbo Larach Roberto Munir	8%
Sunset Trading Importaciones S.A.	Abedrabbo Larach Roberto Munir	50%
Superdelivery S.A.	Abedrabbo Larach Roberto Munir	41%
Mabel Trading S.A.	Abedrabbo Larach Roberto Munir	98%
Cosméticos del Ecuador COSMECMAC S.A.	Abedrabbo Larach Roberto Munir	48%
Productos de Latex PRODLATEX S.A.	Abedrabbo Larach Roberto Munir	33%
Warenhaus S.A.	Abedrabbo Larach Roberto Munir	69%
Corporación ENSAB Industria Ecuatoriana ENSAMBEC S.A.	Abedrabbo Larach Jorge Alberto	4%
Corporación ENSAB Industria Ecuatoriana ENSAMBEC S.A.	Bright Exports Limited	18%
Corporación ENSAB Industria Ecuatoriana ENSAMBEC S.A.	May´s China Limited	18%
Corporación ENSAB Industria Ecuatoriana ENSAMBEC S.A.	Mabel Group Holding S.A.	5,01%
E-Check S.A.	Mabel Group Holding S.A.	33%
Datu Deli Gourmet Cía. Ltda.	Mabel Group Holding S.A.	50%
E-Check S.A.	Mabel Group Holding S.A.	33%

Tabla 12: Principales ejecutivos
Fuente: ICESA S.A.; **Elaboración:** ICRE

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

NOMBRE	CAPITAL INVERTIDO	PARTICIPACIÓN
Electroquil S.A.	304,54	0,04%
Darmain S.A.	297.922,00	99,9%

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

Con todo lo expuesto en este acápite, ICRE del Ecuador Calificadora de Riesgos S.A. sustenta que se da cumplimiento a la norma estipulada en el Literal e, Numeral 1, Artículo 19 y en los Numerales 3 y 4, Artículo 20, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera respecto del comportamiento de los órganos administrativos.

Es opinión de 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

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

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

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

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

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

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

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

OPERACIONES Y ESTRATEGIAS

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

LÍNEA DE NEGOCIO	PRODUCTOS
Almacenes Japón	Tienda de equipos de electrónica y productos de línea blanca, equipos de computación y comunicación, motocicletas, muebles y máquinas para hacer ejercicio, entre otros. La compañía ha querido diferenciar a Japón de Orve Hogar dándole a Japón un enfoque más tecnológico.

LÍNEA DE NEGOCIO	PRODUCTOS
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.
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 13: 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 son realizadas a través de los locales comerciales, que se realizan directamente al consumidor final.

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

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

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

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

ICESA S.A. cuenta con una amplia gama de proveedores, lo cual disminuye el riesgo de concentración, además se beneficia de facilidades de crédito, descuentos y condiciones óptimas de pago, es así que, mantiene un crédito promedio de 60 a 90 días y con los proveedores de las cocinas de inducción, el plazo se extiende hasta 150 días en concordancia a las condiciones de cobro de este segmento.

PROVEEDORES
Samsung
HP
Panasonic
Whirpool del Ecuador S.A.
Motoensab S.A.
Importadora TomebambaS.A.
Haceb del Ecuador S.A.
Corpmunab Cía. Ltda.
Electrolux C.A.
Mabe Ecuador S.A.
Sony- Inter- American S.A.
Induglob S.A.

Tabla 14: Principales proveedores
Fuente: ICESA S.A.; **Elaboración:** ICRE

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

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

A continuación, se muestra la antigüedad de la cartera de la compañía, con un detalle de las cuentas por cobrar comerciales más importantes que mantiene ICESA S.A. a noviembre 2017.

CUENTAS	PARTICIPACIÓN
Cuenta por cobrar financiamiento Gobierno	49,96%
Cuenta por cobrar cartera originada Banco Pichincha	15,63%
Cuenta por cobrar cartera propia financiada	7,88%
Cuenta por cobrar cartera propia ICESA	10,37%
Cartera devuelta Banco Pichincha - Intereses por cobrar	2,31%
Cuentas por cobrar Fideicomiso	3,28%
Cuentas por cobrar Servicio – Motos	2,32%
Tarjetas de Crédito	5,61%
Cuentas por cobrar ISSPOL	0,59%
Clientes ventas administrativas	0,54%
Cuentas por cobrar fondo garantía 2 % financiamiento gobierno	0,57%
Cuentas por cobrar cartera devuelta mayor a 120 días	0,15%
Faltantes de cajas de recaudación	0,05%
Cuenta por cobrar servicio cesantía Policía Nacional	0,78%
Canjes por cobrar	-0,01%
Cuenta por cobrar pago cuotas de terceros	0,03%
Carpetas de Crédito Unibanco	-0,07%
Cheques Protestados	0,01%

Tabla 15: Antigüedad de la cartera
Fuente: ICESA S.A.; **Elaboración:** ICRE

La mayor concentración de la cartera está en las cuentas por cobrar al Gobierno por el programa de cocinas de inducción impulsado por

el Gobierno, a diciembre 2017 este porcentaje disminuyó fruto de un pago significativo por parte del Gobierno. Las estrategias de ICESA S.A. están relacionadas al crecimiento y consecuentemente con un mayor posicionamiento en el mercado nacional. Para esto ICESA S.A. ha establecido diferentes estrategias agrupándolas en el corto y mediano plazo. Las estrategias de corto plazo son: maximizar la rentabilidad de la operación conjunta, hacer campañas y planes de marketing para lograr un diferenciamiento de las marcas Japón y Orve Hogar; mejorar el mix de productos de acuerdo con la segmentación de tiendas; alinear el layout de las tiendas de acuerdo con sus ventas; entre otras.

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

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

ÁREA	ESTRATEGIAS
Resultados	▪ Confiabilidad ▪ Seguridad ▪ Incrementar la rentabilidad ▪ Incrementar la responsabilidad social
Clientes	▪ Mejorar la calidad de vida ▪ Calidad ▪ Incrementar satisfacción del cliente
Procesos	▪ Incrementar la eficiencia organizacional
Recursos	▪ Optimizar la infraestructura física y tecnológica ▪ Incrementar el desarrollo del Talento Humano ▪ Implementar un mecanismo de comunicación interna efectivo con una intranet.

Tabla 16: Estrategias por áreas
Fuente: ICESA S.A.; **Elaboración:** ICRE

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

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

FORTALEZAS	DEBILIDADES
▪ 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 ▪ No posee lineamientos de Gobierno Corporativo.
OPORTUNIDADES	**AMENAZAS**
▪ Expansión de tiendas exclusivas a nivel nacional. ▪ Potencialización de puntos logísticos. ▪ Expansión hacia mercados internacionales. ▪ Nuevos canales de distribución.	▪ 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 17: FODA
Fuente: ICESA S.A.; **Elaboración:** ICRE

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

HECHOS RELEVANTES

- Con fecha 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 7.772.240 de acciones ordinarias y nominativas de USD 0,20 de valor nominal cada una, pagadas en su totalidad, de su propiedad en el capital de la compañía ICESA S.A., a favor de la compañía BRIGHT EXPORTS LIMITED, por un monto de USD 1.554.448.
- Con fecha 28 de diciembre de 2016, la compañía TULIP ELECTRONICS MANAGEMENT C.V. transfiere 23.748.509 acciones ordinarias y 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, por un monto de USD 4.749.701,80.
- Con fecha 28 de diciembre de 2016, la compañía TULIP ELECTRONICS MANAGEMENT C.V. transfiere 7.772.240 acciones ordinarias y 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, por un monto de USD 1.554.448.

- Con fecha 13 de junio de 2017, el señor SUNIL KUMAR RAMCHANDANI transfiere 6.476.866 acciones ordinarias y nominativas de USD 0,20, pagadas en su totalidad, de su propiedad en el capital de la compañía ICESA S.A., a favor de la compañía CHEN TRAIDING GROUP LIMITED, por un monto de USD 1.295.373,20.
- Con fecha 10 de julio de 2017, el señor ROBERTO MUNIR ABEDRABBO LARACH transfiere 2.158.957 acciones ordinarias y nominativas de USD 0,20, pagadas en su totalidad, de su propiedad en el capital de la compañía ICESA S.A., a favor de la compañía MABEL GROUP – HOLDING S.A., por un monto nominal de USD 431.791,40. El precio de venta de dichas acciones fue de USD 2,81 por acción por lo que el monto recibido por ROBERTO MUNIR ABEDRBBO LARACH fue de USD 6.066.669,17.

PRESENCIA BURSÁTIL

A la fecha del presente informe, ICESA S.A. mantiene vigente la Primera Emisión de Obligaciones ICESA S.A. 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	Cancelado
Primera Emisión de Obligaciones ICESA S.A.	2017	SCVS.INMV. DNAR.17. 1474	8.000.000	Vigente

Tabla 18: Presencia bursátil ICESA S.A.
Fuente: SCVS; **Elaboración:** ICRE

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

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

Tabla 19: Liquidez de presencia bursátil
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 Literal f, Numeral 1, Artículo 19, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II y en el Numeral 5, Artículo 20, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

RIESGOS Y DEBILIDADES ASOCIADOS AL NEGOCIO

Según el Literal g, Numeral 1, Artículo 19, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera., ICRE del Ecuador Calificadora de Riesgos S.A. identifica como riesgos previsibles asociados al negocio y como riesgos previsibles de la calidad de los activos que respaldan la Emisión, los siguientes:

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

- Existencia de un riesgo laboral debido al alto número de empleados que mantienen, este riesgo se mitiga por una parte debido a las políticas laborales de la compañía basadas en entrenamiento y cercanía con el personal y que se ajustan a la normativa laboral vigente y por otra parte por la disgregación del personal.

Se debe indicar que los activos que respaldan la Emisión son inventarios (80%), y cuentas por cobrar (20%). Los activos que respaldan la presente Emisión tienen un alto grado de liquidez, por la naturaleza y el tipo. Al respecto:

- Afectaciones causadas por factores como catástrofes naturales, robos e incendios en los cuales los activos se pueden ver afectados, total o parcialmente, lo que generaría pérdidas económicas a la compañía. El riesgo se mitiga con una póliza de seguros que mantienen sobre los activos.
- Al ser el 25,54% de los activos, correspondientes a inventarios, existe el riesgo que éstos sufran daños, por mal manejo, por obsolescencia o pérdidas, lo que provocaría que la compañía pierda ventas por falta de existencias. La empresa mitiga el riesgo a través de un control permanente de inventarios y controles de calidad de los productos al ingresar a la compañía, evitando de esta forma pérdidas o daños.
- Uno de los riesgos que puede mermar la calidad de las cuentas por cobrar que respaldan la Emisión son escenarios económicos adversos que podrían afectar la capacidad de pago de los clientes a quienes se ha facturado, provocando disminución de flujos propios de la operación. Sin embargo, la diversificación de clientes que mantiene la empresa mitiga este riesgo.
- Una concentración en ingresos futuros en determinados clientes podría disminuir la dispersión de las cuentas por cobrar y por lo tanto crear un riesgo de concentración. Si la empresa no mantiene altos niveles de gestión de recuperación y cobranza, podría generar cartera vencida e incobrabilidad, lo que podría crear un riesgo de deterioro de cartera y por lo tanto de los activos que respaldan la Emisión. La empresa mitiga este riesgo al mantener una aplicación constante de la política de crédito.

Según lo indicado por la compañía, no se mantiene cuentas por cobrar a compañías relacionadas, con lo que se da cumplimiento a lo establecido en el Literal e, Numeral 3, Artículo 20, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, que contempla las consideraciones de riesgo cuando los activos que respaldan la emisión incluyan cuentas por cobrar a empresas vinculadas.

Análisis Financiero

El informe de calificación se realizó con base a los Estados Financieros 2014, 2015 y 2016 auditados por KPMG. Además, se analizaron los Estados Financieros no auditados al 30 de noviembre de 2016 y 2017.

A continuación, se presenta las principales cuentas agregadas de la compañía al final del 2014, 2015, 2016 y a noviembre de 2017

CUENTAS	2014	2015	2016	NOVIEMBRE 2017
Activo	68.502	76.982	93.716	96.218
Pasivo	48.956	57.801	69.420	76.351
Patrimonio	19.545	19.181	24.296	19.867
Utilidad neta	3.163	2.460	1.008	-4.422

Tabla 20: Principales cuentas (miles USD)
Fuente: Estados Financieros Auditados 2014- 2016 e internos agosto 2017; **Elaboración:** ICRE

RESULTADOS

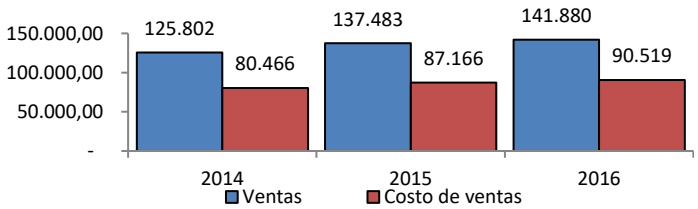


Gráfico 25: Evolución ventas y costos (miles USD)
Fuente: Estados Financieros Auditados 2014- 2016; **Elaboración:** ICRE

Las ventas incrementaron un 9,29% entre el 2014 y el 2015 y un 3,20% entre el 2015 y el 2016. Por otra parte, el costo de ventas se ha mantenido constante en un 64% de participación sobre las ventas. Estos datos demuestran estabilidad en ese rubro, lo que explica que el margen bruto haya pasado de USD 45,34 millones el 2014 a USD 51,36 millones el 2016, y que se haya mantenido.

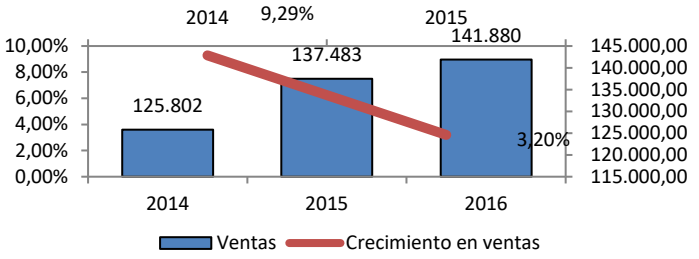


Gráfico 26: Evolución ventas vs crecimiento de ventas (%)
Fuente: Estados Financieros Auditados 2014- 2016; **Elaboración:** ICRE

Al 31 de diciembre de 2016 los ingresos incluyeron USD 43,89 millones que corresponden a ventas a crédito, las mismas que representaron el 31% del total de ventas anuales (USD 70,44 millones que equivale al 51% del total de ventas al 2015). Además, se fortaleció la venta de productos de inducción con financiamiento del Gobierno, el cual ascendió a USD 58,86 millones, que representaron el 41% del total de las ventas anuales.

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

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

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

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

LÍNEA DE NEGOCIO	2015	2016	NOV 2017
Tecnología	51%	31%	35%
Blanca	26%	19%	27%
Inducción	0,22%	40%	23%
Vehículos	13%	5%	7%
Servicios	9,78%	5%	8%

Tabla 21: Composición ventas por línea de negocios 2015- nov 2017 (%)
Fuente: ICESA S.A.; **Elaboración:** ICRE

En el periodo 2015- 2016 las líneas de tecnología y línea blanca ceden su participación a la línea de inducción. Durante el 2016 se evidenció un crecimiento del 3,2% influenciado principalmente por la ya comentada demanda de productos de inducción (40% del total de las ventas).

El año 2017 se caracterizó por la incertidumbre derivada del posicionamiento del nuevo gobierno. Es así como la línea de inducción perdió fuerza (23% del total de las ventas). A pesar de la reducción progresiva de las tasas arancelarias, se evidenció el crecimiento más bajo durante el periodo de estudio (1,6% hasta diciembre 2017).

La comparación interanual entre noviembre 2016 y noviembre 2017 muestra un incremento marginal del 0,83% en ventas, alcanzando la suma de USD 127,90 millones.

El Gobierno (con los subsidios de las cocinas a inducción) y el crédito directo ofrecido a clientes conforma más de las tres cuartas partes del financiamiento de ICESA S.A. a sus clientes.

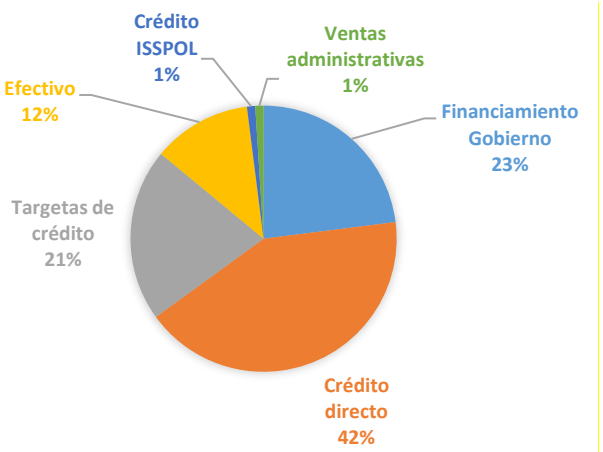


Gráfico 27: Financiamiento (%) a noviembre 2017
Fuente: ICESA S.A.; **Elaboración:** ICRE

De acuerdo con la realidad del 2017, la compañía estableció políticas de descuentos con el fin de mantener el volumen en ventas. Si bien esta política permitió que se mantenga el nivel de ventas, el margen bruto se vio directamente afectado, ya que el costo de ventas absorbió la rotación del inventario.

El costo de ventas interanual noviembre 2016 a noviembre 2017 presentó un crecimiento del 10,44%, llegando a los USD 87,62 millones, alcanzando 68,50% de las ventas, superior al costo de ventas registrado a noviembre de 2016, que llegó a 62,54%. El costo de ventas sube debido a la disminución en la venta de cocinas de inducción, producto que tiene el mejor margen de contribución de las líneas de negocio.

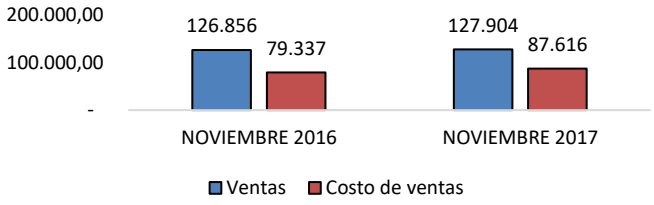


Gráfico 28: Comparativo ventas y costos (miles USD)
Fuente: Estados Financieros internos nov. 201 y nov. 2017; **Elaboración:** ICRE

La evolución del gasto operativo es variable, ya que al cierre del año 2016 representó el 35% del total de las ventas, llegando a los USD 49,52 millones, un 6,18% más que el cierre del año 2015 que llegó a los USD 46,64 millones. Producto de la estabilidad del costo de ventas y del aumento en los gastos operativos, la utilidad operativa presentó una disminución del 23%, entre el 2015 (USD 5,35 millones) y el 2016 (USD 4,11 millones). La mayor parte del incremento de los gastos operativos corresponde a la pérdida en venta de cartera que

se incrementó en más de USD 2 millones entre el año 2015 y el año 2016.

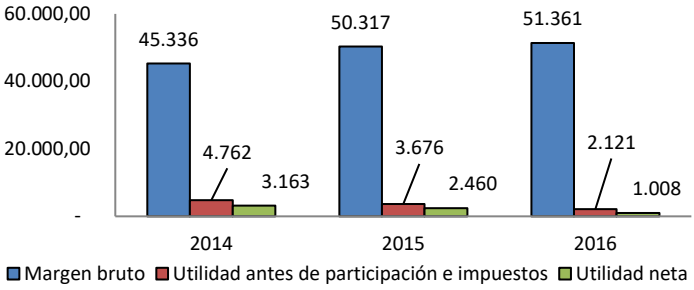


Gráfico 29: Evolución utilidad (miles USD)
Fuente: Estados Financieros Auditados 2014- 2016; **Elaboración:** ICRE

El margen bruto de acuerdo con el análisis interanual y producto del aumento marginal en ventas y del aumento del costo de ventas pasó de USD 47,52 millones a USD 40,29 millones a noviembre 2017.

El incremento del 0,81% en gastos de operación en el periodo interanual junto a la mencionada disminución del margen bruto, dio como resultado que la utilidad operativa pase de USD 4,02 millones en noviembre 2016 a una pérdida de USD 1,98 millones en noviembre 2017.

En cuanto a los gastos financieros, éstos se mantienen en niveles no superiores al 2% de las ventas durante el periodo de análisis. A esto se agregan otros ingresos operacionales, provenientes de publicidad atribuible a las negociaciones con proveedores para publicitar las diferentes marcas dentro de sus locales comerciales, este rubro se sitúa en torno a USD 2 millones durante el periodo de estudio.

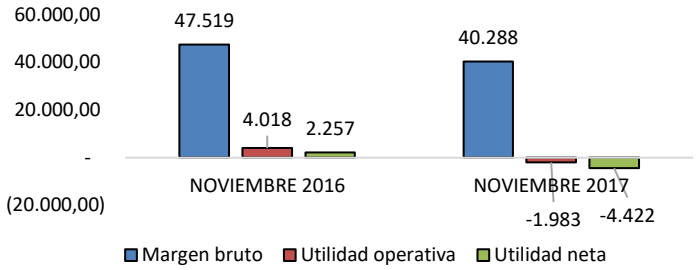


Gráfico 30: Comparativo utilidad (miles USD)
Fuente: Estados Financieros internos nov. 2016 y nov. 2017; **Elaboración:** ICRE

BALANCE GENERAL

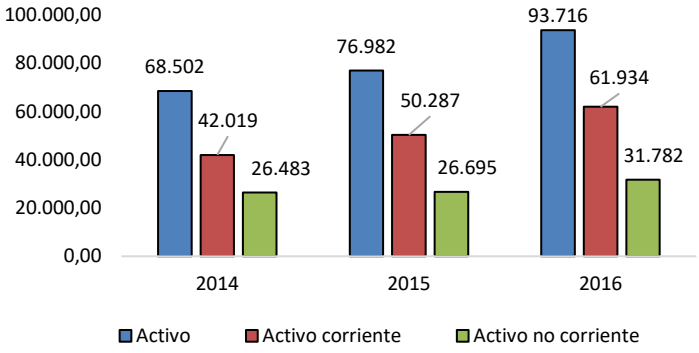


Gráfico 31: Evolución activos (miles USD)
Fuente: Estados Financieros Auditados 2014- 2016; **Elaboración:** ICRE

El activo ha aumentado constantemente presentando una variación promedio del 22% entre 2015 y 2016, superando así los USD 93 millones al cierre del año 2016. Este aumento en el activo total fue fruto de un incremento del 23% en el activo corriente, el cual, representó en promedio el 66% del activo total.

El mencionado incremento del 23% en el activo corriente fue fruto principalmente del incremento de las cuentas por cobrar comerciales, que pasaron de USD 16,7 millones a USD 22,2 millones y de los inventarios que pasaron de USD 19,9 millones a USD 27,8 millones en 2016.

Las cuentas por cobrar comerciales mantienen un comportamiento coherente con la evolución del negocio, es decir, han mantenido un comportamiento creciente en función del ya señalado incremento en ventas y su consecuente incremento del crédito concedido a los clientes.

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

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

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

- Durante el 2013, se estableció un contrato de compra-venta con el Banco Pichincha y Banco Solidario, por el cual las partes acuerdan la venta de cartera previo el cumplimiento de ciertos parámetros establecidos por el banco. El plazo de los contratos es de 5 años y se mantiene vigente mientras existan obligaciones vendidas que no hubieren sido canceladas o que las partes se encuentren en proceso de negociación de cartera.
- Como parte de los contratos, se estableció constituir un fondo de garantía, para cubrir eventuales incumplimientos de los deudores. Las cuentas por cobrar vencidas a más de 120 días serán devueltas a ICESA S.A., reduciendo el fondo en igual proporción.

- Para 2017 la cartera vendida mediante estos convenios ascendió a USD 74,9 millones (USD 69,5 millones en 2016). Mediante esta estrategia la compañía logra efectivizar anticipadamente sus saldos por cobrar, favoreciendo su posición de liquidez.

Con corte noviembre 2017, las cuentas por cobrar comerciales tenían la siguiente composición:

CARTERA	SALDO A NOV-17	%
Tarjetas de Crédito	1.672.123,1	5,61%
Carpetas de Crédito - Unibanco	-21.010	-0,07%
Cuenta por cobrar Cartera originada Bco. Pichincha	4.655.474	15,63%
Cuenta por cobrar Cartera propia ICESA	3.088.224	10,37%
Clientes Ventas Administrativas	160.054	0,54%
Cuentas por cobrar Fideicomiso	976.311	3,28%
Cartera Devuelta por UB	-63	0,00%
Canjes por Cobrar	-3.486	-0,01%
Cheques Protestados	4.101	0,01%
Faltantes de Cajas de Recaudación	15.611	0,05%
Cartera Devuelta Banco Pichincha - Capital	0	0,00%
Cartera Devuelta Banco Pichincha - Intereses por Cobrar	688.824	2,31%
Cartera devuelta mayor a 120 días	45.718	0,15%
Financiamiento Gobierno	14.881.890	49,96%
Servicio - Motos	691.461	2,32%
Pago cuotas de Terceros	7.922	0,03%
ISSPOL	174.685	0,59%
Fondo Garantía 2 % Financiamiento Gobierno	170.115	0,57%
Cartera Propia Financiada	2.348.679	7,88%
Servicio cesantía Policía Nacional	231.892	0,78%
Total Clientes	***29.788.526***	***100%***

Tabla 22: Composición cuentas por cobrar comerciales nov. 2017 (USD)
Fuente: ICESA S.A.; **Elaboración:** ICRE

Las cuentas por cobrar con financiamiento del Gobierno corresponden a ventas de cocinas de inducción. El gobierno cancela periódicamente estas cuentas. Es opinión de ICRE del Ecuador Calificadora de Riesgos S.A. que estos montos no presentan riesgo de incobrabilidad, aunque su reembolso puede tener plazos más prolongados.

	NOV 2017	%	DIC 2017	%
Corriente	**12.933**	**43%**	**11.681**	**59%**
Vencido	**16.856**	**57%**	**8.068**	**41%**
1 a 30 días	3.057	10%	3.049	15%
31 a 60 días	2.906	10%	2.376	12%
61 a 90 días	4.041	14%	1.626	8%
>90 días	6.852	23%	1.018	5%
Total	**29.789**	**100%**	**19.750**	**100%**

Tabla 23: Antigüedad cuentas por cobrar comerciales nov- dic. 2017 (USD)
Fuente: ICESA S.A.; **Elaboración:** ICRE

Entre noviembre 2017 y diciembre 2017, se evidencia una mejoría en la recuperación de la cartera comercial y en los saldos vencidos (mayoría de las cuentas vencidas son por concepto de financiamiento Gobierno), esto se debe principalmente a un pago importante por parte del sector público por concepto de abastecimiento de cocinas de inducción.

Se estima que los montos en mora por más de 30 días son totalmente recuperables sobre la base del comportamiento de cobro histórico y los análisis del riesgo de crédito de sus clientes. Cabe destacar que a la fecha del presente informe la compañía no mantiene cuentas por cobrar relacionadas.

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

La cuenta inventarios presentó una participación del 29,67% sobre el activo total al cierre del año 2016 y del 25,54% a noviembre de 2017.

Los inventarios decrecen en un 39,62% el 2016, llegando a los USD 27,80 millones, compuestos en su mayor parte por mercancía disponible para la venta (USD 23,38 millones) e inventarios en tránsito (USD 4,43 millones), lo que se explica por la desaceleración de las ventas, lo que provocó un ciclo mayor de rotación de los inventarios. La tendencia mejora para noviembre 2017; ante un incremento marginal en las ventas y niveles inferiores de existencias. Los inventarios en noviembre 2017 llegan a USD 24,57 millones con una reducción del 2,28% respecto de noviembre de 2016 y del 11,62% respecto de diciembre de 2016. Los días de inventario disminuyen hasta niveles inferiores a los registrados durante el año 2016, llegando a 93 días.

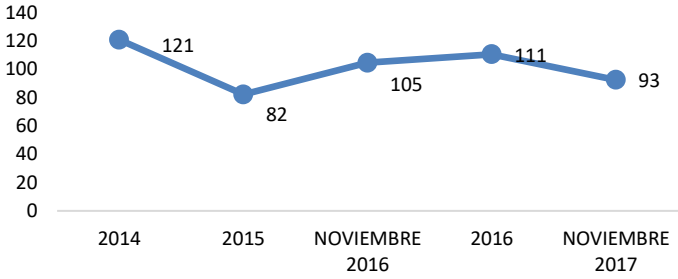


Gráfico 32: Días de inventarios
Fuente: Estados Financieros Auditados 2014- 2016 e internos; **Elaboración:** ICRE

El activo no corriente representó el 34% del activo total, llegando a los USD 31,78 millones al cierre del año 2016, un 19% más que el año 2015, el aumento obedece a revalorización de las propiedades de la empresa que pasaron de USD 12,25 millones a USD 21,52 millones.

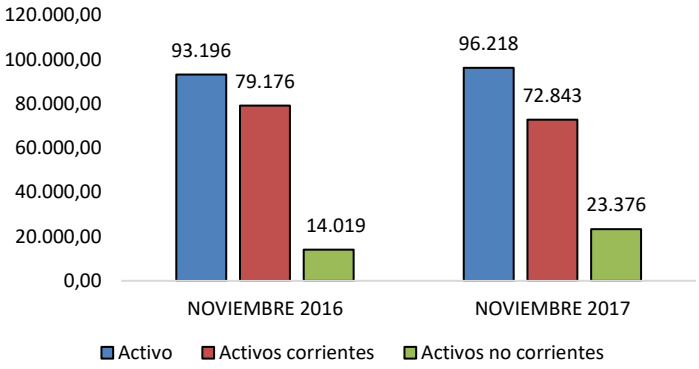


Gráfico 33: Comparativo activo (miles USD)
Fuente: Estados Financieros internos nov. 2016 y nov. 2017; **Elaboración:** ICRE

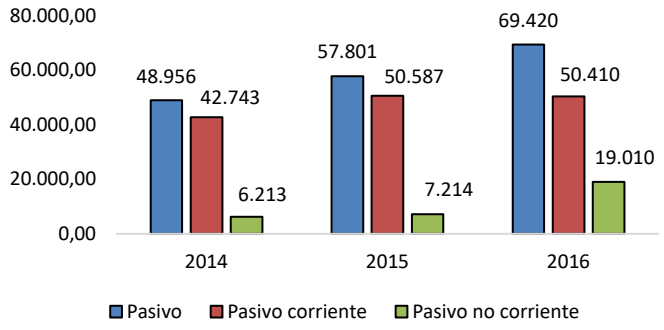


Gráfico 34: Evolución pasivo (miles USD)
Fuente: Estados Financieros Auditados 2014- 2016; **Elaboración:** ICRE

Durante el periodo de análisis (2014 - 2016) los pasivos del Emisor pasaron de USD 48,95 millones en el 2014 a USD 69,42 millones en el 2016. Las cuentas por pagar comerciales representaron el 23,08% del total del pasivo a diciembre de 2016 (USD 16,02 millones), reflejando una disminución del 34% respecto del valor del 2015 (USD 24,35 millones), producto del incremento de las cuentas por pagar comerciales con relacionadas (USD 4,54 millones). Estas cuentas alcanzaron la suma de USD 12,85 millones en el 2016, que no existían en el 2014 y corresponden a MOTOENSAB S.A., empresa que provee de motos para la venta de ICESA S.A.

Producto de lo anteriormente mencionado el pasivo corriente se mantuvo estable entre el 2015 (USD 50,59 millones) y el 2016 (50,41 millones), situación que contrasta con el pasivo no corriente que tuvo un incremento entre esos años del 164%, pasando de USD 7,21 millones a USD 19,01 millones.

Este aumento obedece a que las obligaciones financieras de largo plazo pasaron de USD 5,28 millones a USD 15,11 millones. Considerando, que las obligaciones financieras de corto plazo pasaron de USD 15,79 millones el 2015 a USD 20,5 millones el 2016, el total de obligaciones financieras de la empresa pasó de USD 21,07 millones el 2015 a USD 35,61 millones el 2016. El año 2014 estos pasivos ascendían a la suma de USD 23 millones.

INSTITUCIÓN FINANCIERA	TASA DE INTERES	VENCIMIENTO	2016	2015
Banco Internacional S.A.	8,95% y 9,12%	2017	9.807.900	10.066.501
Banco Aliado S.A.	6% y 6,75%	2017	10.900.000	3.280.000
Banco Bolivariano S.A.	7,25% y 8,50%	2017	1.765.354	2.027.778
Produbanco S.A.	7,97% y 9,05%	2017		1.002.712
Banco de Guayaquil S.A.	8% y 9,02%	2017	5.911.894	840.000
Banco del Austro	6%; 6,75% y 7,15%	2018	4.211.744	
Obligaciones en circulación	8,25%	2017	2.000.000	3.642.955
Sobregiros				28.462
Intereses por pagar			1.014.473	185.099
Total			**35.611.365**	**21.073.507**

Tabla 24: Deuda financiera (USD)
Fuente: Estados Financieros Auditados 2015- 2016; **Elaboración:** ICRE

En el interanual, el pasivo total incrementó USD 410 mil en comparación a noviembre de 2016, cambio que se presentó principalmente por el alza del 129% en los pasivos no corrientes y una disminución del 30,54% en los pasivos corrientes.

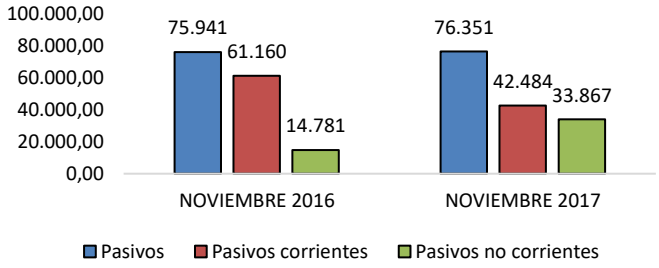


Gráfico 35: Comparativo pasivo (miles USD)
Fuente: Estados Financieros internos nov. 2016- nov. 2017; **Elaboración:** ICRE

Los pasivos corrientes al 30 de noviembre de 2017 presentaron una participación del 55,64% de los pasivos totales, siendo las cuentas por pagar comerciales la cuenta más representativa con el 29,34% de participación, llegando a los USD 22,40 millones. Existió una reestructuración de la deuda financiera pasando USD 12,48 millones del corto al largo plazo.

Por otro lado, los pasivos no corrientes se incrementaron un 129% en relación con noviembre 2016, alcanzando la suma de USD 33,87 millones, USD 19,09 millones más que el mismo periodo anterior. Las obligaciones financieras fue la cuenta más representativa con un 40% de participación. El total de obligaciones financieras, tanto de corto como de largo plazo, alcanzan la suma de USD 42,64 millones, lo que representó un aumento de USD 7,03 millones desde diciembre de 2016. A noviembre de 2017, las obligaciones con instituciones financieras representaron el 55,85% dentro del pasivo total.

La deuda financiera de la compañía a noviembre 2017 presenta un incremento de 19,74% respecto a diciembre de 2016. De esta manera, la deuda financiera de corto plazo disminuyó de USD 20,5 millones a diciembre del 2016 a USD 12,49 millones a noviembre 2017. Por otro lado, la deuda de largo plazo incrementa desde USD 15,11 millones en diciembre 2016 a USD 30,16 millones a noviembre 2017. Parte de este incremento representa la Primera Emisión de Obligaciones emitida por la compañía durante el 2017. La compañía busca financiarse a tasas fijas para mitigar la exposición al riesgo de crédito.

A continuación, se presentan los saldos de la deuda financiera para noviembre 2017:

DEUDA FINANCIERA	
Corto Plazo	
Banco Internacional	5.488.000
Banco Guayaquil	7.000.000
Largo Plazo	
Banco Aliado	11.000.000
Banco Del Austro	5.000.000
Banco Pacifico	7.321.433
Titularización	
Emisión Obligaciones	6.833.333
Total Obligaciones	**42.642.766**

Tabla 25: Deuda financiera (USD)
Fuente: Estados Financieros internos nov. 2017; **Elaboración:** ICRE

Al mismo tiempo, el apalancamiento con proveedores tanto locales como exteriores ha disminuido (-19% en locales y -52% en exteriores), demostrando de esta forma un mayor apalancamiento en las instituciones financieras. El Emisor se apalanca más a través de deuda financiera que a través de proveedores.

A noviembre de 2017 las cuentas por pagar a proveedores locales son mayores a las cuentas por pagar exterior, llegando a los USD 13,09 millones y USD 9,31 millones respectivamente.

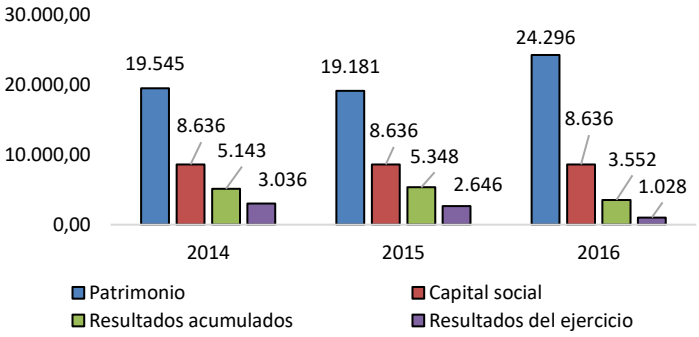


Gráfico 36: Evolución patrimonio (miles USD)
Fuente: Estados Financieros Auditados 2014- 2016; **Elaboración:** ICRE

El patrimonio ha mantenido un crecimiento del 27% al 2016, llegando a los USD 24,29 millones, el mayor incremento obedece a la ya señalada revalorización de la propiedad, planta y equipo. El capital social se ha mantenido constante y la reserva legal subió en USD 264 mil.

La composición del patrimonio a diciembre de 2016 fue la siguiente:

CUENTA	MONTO
Capital Social	8.635.822
Reserva Legal	2.256.878
Utilidades Disponibles	4.580.066
Reserva por Revaluación	8.243.932
Aplicación NIIF	738.111
Otros	(158.916)
Total	**24.295.893**

Tabla 26: Patrimonio diciembre (USD)
Fuente: Estados Financieros Auditados 2016; **Elaboración:** ICRE

El patrimonio pasó de financiar el 28,5% de los activos en 2014 a financiar el 25,9% de los activos en 2016 (20,65% para noviembre 2017). Demostrando que la compañía ha optado en financiarse más mediante terceros que mediante recursos propios.

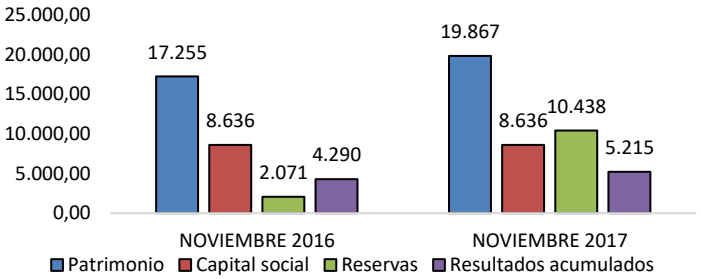


Gráfico 37: Evolución patrimonio (miles USD)
Fuente: Estados Financieros internos nov. 2016- nov. 2017; **Elaboración:** ICRE

El capital social representó en el 2016 el 35,54% del patrimonio (43,47% a noviembre de 2017). A noviembre de 2017 decreció el patrimonio en USD 4,42 millones frente a diciembre 2016, fruto de la pérdida registrada en lo que va del periodo, se debe tomar en cuenta que es un negocio en el que el último mes del año compone el mayor volumen del balance.

INDICADORES

El costo de ventas ha presentado una tendencia estable entre 2014 y 2016, llegando a representar el 63,8% de las ventas para el año 2016, consecuentemente el margen bruto también ha demostrado estabilidad, llegando al cierre del 2016 al 36,2%.

Para noviembre de 2017, tanto el retorno sobre el activo, como el retorno sobre el patrimonio alcanzaron valores negativos del 5,01% y el 24,28% respectivamente.

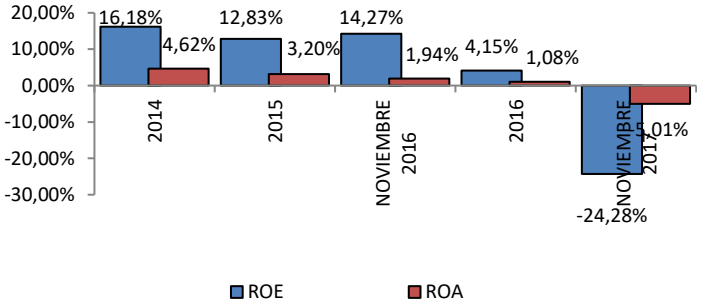


Gráfico 38: ROE vs ROA
Fuente: Estados Financieros Auditados 2014- 2016 e internos nov. 2016- 2017;
Elaboración: ICRE

El análisis de la combinación de activos corrientes y pasivos corrientes demuestra que el capital de trabajo se mantuvo en números positivos en el periodo 2016 – nov. 2017. En el 2016, se presenta un capital de trabajo de USD 11,52 millones (USD 30,36 millones para

noviembre 2017). Debido a que la empresa mantiene niveles de inventario relativamente altos, la prueba ácida tiene valores inferiores al índice de liquidez.

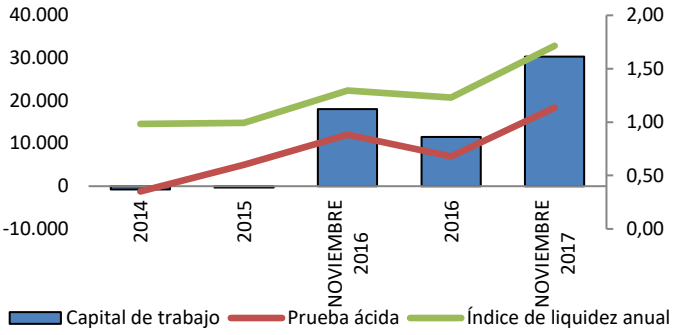


Gráfico 39: Capital de trabajo y liquidez
Fuente: Estados Financieros Auditados 2014- 2016 e internos nov. 2016- 2017; **Elaboración:** ICRE

Durante los últimos años (2014 - noviembre 2017) la liquidez general de la compañía presenta indicadores que rodean a la unidad con una tendencia histórica al alza, tendencia que se acentúa a noviembre de 2017, específicamente por la reestructuración de la deuda financiera y el incremento en efectivo y equivalentes.

	2014	2015	2016	NOV 2017
Índice de liquidez anual	0,98	0,99	1,23	1,71

Tabla 27: Patrimonio diciembre (USD)
Fuente: Estados Financieros Auditados 2016; **Elaboración:** ICRE

Por otra parte, el índice de liquidez de los últimos meses muestra valores superiores a la unidad, producto de un incremento en bancos y a la restructuración de la deuda financiera.

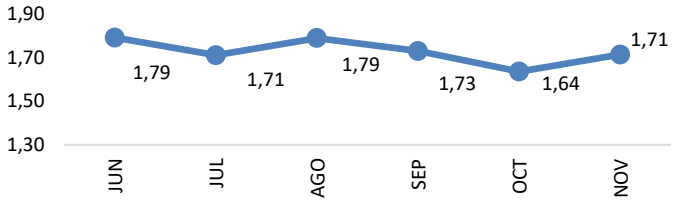


Gráfico 40: Índice de liquidez
Fuente: ICESA S.A.; **Elaboración:** ICRE

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, Artículo 20, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera., es opinión de ICRE del Ecuador Calificadora de Riesgos S.A. que la compañía mantiene un adecuado manejo financiero. La empresa mantiene un adecuado manejo y recuperación de cartera, ha reestructurado la deuda financiera, mantiene indicadores de liquidez por encima de la unidad y ha incrementado sus niveles de ventas hasta noviembre 2017, frente al mismo periodo del año pasado; reflejando una acertada dirección de la empresa.

EL INSTRUMENTO

En la ciudad de Quito, el 5 de enero de 2018, se celebró la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de la compañía ICESA S.A. con la finalidad de "conocer y resolver conocer y resolver sobre la emisión de obligaciones de largo plazo a cargo de la compañía". En dicha junta se aprobó la Segunda Emisión de Obligaciones de la compañía por la suma de hasta USD 10.000.000,00.

ICESA S.A.						
Monto de la emisión	Hasta USD 10.000.000,00					
Unidad monetaria	Dólares de los Estados Unidos de América					
Características	**CLASES**	**MONTO**	**PLAZO**	**TASA FIJA ANUAL**	**PAGO DE CAPITAL**	**PAGO DE INTERESES**
	A	USD 10.000.000	Hasta 1440 días	8,50%	Semestral	Trimestral
Tipo de emisión	Los valores de la clase A se emitirán de manera desmaterializada por lo cual podrán emitirse por cualquier valor nominal siempre que sea múltiplo de USD 1,00.					
Garantía	Garantía General de acuerdo con el Art.162 Ley de Mercado de Valores.					
Destino de los recursos	La Junta General Extraordinaria de Accionistas de ICESA S.A., celebrada el cinco de enero de 2018, determinó que los recursos captados en virtud del proceso de emisión de obligaciones de largo plazo se destinará en un 100%; es decir diez millones de los Estados Unidos de América a capital de trabajo operativo, el cual consistirá en actividades destinadas a financiar a clientes con mayores plazos, mejorar términos y condiciones con proveedores tanto para el aprovisionamiento de inventarios como en plazos de pago de insumos, entre otros de similar naturaleza. Dejando expresa constancia de que no será con empresas ni personas naturales relacionadas con la Compañía. Para estos efectos, se autoriza a los Vicepresidentes Ejecutivos de la Compañía o a quienes los reemplacen en virtud de las disposiciones estatutarias a ampliar y detallar el destino aprobado por la Junta en los documentos pertinentes. En virtud de esta delegación, los Vicepresidentes Ejecutivos de la Compañía determinan que, el 100% de los recursos producto de la presente emisión se destinen a capital de trabajo operativo; es decir, para financiar mayores plazos y mejorar términos y condiciones con proveedores y en la comercialización de los productos de sus diferentes líneas de negocio: Tecnología, Línea Blanca, Vehículos, Inducción y Servicios.					
Valor nominal	USD 1,00					
Base de cálculos de intereses	Base comercial 30/360: corresponde a años de 360 días. 12 meses y 30 días cada mes.					
Sistema de colocación	Se negociará de manera bursátil.					
Rescates anticipados	Las obligaciones podrán ser rescatadas anticipadamente mediante sorteos o cualquier otro mecanismo que garantice un tratamiento equitativo para todos los tenedores de las obligaciones, conforme lo resuelvan en forma unánime los obligacionistas, dando					

ICESA S.A.	
	cumplimiento a lo previsto en el artículo ciento sesenta y cuatro (164) y siento sesenta y ocho (168) de la Ley de Mercado de Valores (Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero). Las obligaciones dejarán de ganar intereses a partir de la fecha de su vencimiento o redención anticipada, salvo incumplimiento del deudor, en cuyo caso se aplicará el interés de mora. Las obligaciones que fueren readquiridas por el emisor no podrán ser colocadas nuevamente en el mercado.
Underwriting	La presente emisión contempla un contrato de underwriting bajo la modalidad del mejor esfuerzo.
Agente colocador y estructurador financiero	Mercapital Casa de Valores S.A.
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.
Representantes de obligacionistas	Bondholder Representative S.A.
Resguardos	■ Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores. ■ Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo. ■ No repartir dividendos mientras existan valores/obligaciones en mora. ■ Mantener durante la vigencia de la Emisión, la relación Activos Libres de Gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el Artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.
Resguardos voluntarios	■ 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 28: Características de los valores
Fuente: Prospecto de Oferta Pública; **Elaboración:** ICRE

La tabla de amortización siguiente se basa en el supuesto de una colocación de la totalidad del monto aprobado:

	CAPITAL INICIAL	PAGODE CAPITAL	PAGO DE INTERESES	TOTAL PAGO	SALDO DE CAPITAL
1	10.000.000	-	212.500	212.500	10.000.000
2	10.000.000	1.250.000	212.500	1.462.500	8.750.000
3	8.750.000	-	185.938	185.938	8.750.000
4	8.750.000	1.250.000	185.938	1.435.938	7.500.000
5	7.500.000	-	159.375	159.375	7.500.000
6	7.500.000	1.250.000	159.375	1.409.375	6.250.000
7	6.250.000	-	132.813	132.813	6.250.000
8	6.250.000	1.250.000	132.813	1.382.813	5.000.000
9	5.000.000	-	106.250	106.250	5.000.000
10	5.000.000	1.250.000	106.250	1.356.250	3.750.000
11	3.750.000	-	79.688	79.688	3.750.000
12	3.750.000	1.250.000	79.688	1.329.688	2.500.000
13	2.500.000	-	53.125	53.125	2.500.000
14	2.500.000	1.250.000	53.125	1.303.125	1.250.000
15	1.250.000	-	26.563	26.563	1.250.000
16	1.250.000	1.250.000	26.563	1.276.563	-

Tabla 29: Tabla de Amortización clase A (USD)
Fuente: ICESA S.A.; **Elaboración:** 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. Sin embargo, la experiencia con los títulos emitidos en emisiones anteriores permite aseverar que a liquidez de la presente emisión será muy buena.

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 30 de noviembre de 2017, ICESA S.A. posee un total de activos de USD 96,22 millones, de los cuales USD 77,54 millones son activos menos deducciones.

ICRE del Ecuador Calificadora de Riesgos S.A. verificó la información del certificado de activos menos deducciones de la empresa, con información financiera cortada al 30 de noviembre de 2017, dando cumplimiento a lo que estipula el Artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y

Regulación Monetaria y Financiera, que señala que el monto máximo de las emisiones amparadas con Garantía General no podrán exceder el 80% del total de menos deducciones, esto es: "Al total de activos del emisor deberá restarse lo siguiente: los activos diferidos o impuestos diferidos; los activos gravados; los activos en litigio y el monto de las impugnaciones tributarias, independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren; el monto no redimido de obligaciones en circulación; el monto no redimido de titularización de flujos futuros de fondos de bienes que se espera que existan en los que el emisor haya actuado como originador; los derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros; cuentas y documentos por cobrar provenientes de la negociación de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados; saldo de los valores de renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores; y, las inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias".

MONTO MÁXIMO PARA EMISIONES CON GARANTÍA GENERAL	
Activo Total (USD)	96.218.342
(-) Activos diferidos o impuestos diferidos	(1.651.633)
(-) Activos gravados.	(9.541.433)
inventarios (9.541.433)	
(-) Activos en litigio	
(-) Monto de las impugnaciones tributarias.	
(-) Saldo de las emisiones en circulación	(8.833.333)
(-) Saldo en circulación de titularizaciones de flujo futuros de bienes que se espera que existan.	
(-) Derechos fiduciarios que garanticen obligaciones propias o de terceros.	
(-) Cuentas y documentos por cobrar provenientes de la negociación y derechos fiduciarios compuestos de bienes gravados.	
(-) Saldo de valores de renta fija emitidos y negociados en REVNI.	
(-) Inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o mercados regulados y estén vinculados con el emisor.	(650.000)
Total activos libres de gravamen	77.541.943
80 % Activos libres de gravamen	60.433.554

Tabla 30: Activos Libres de Gravamen (USD)
Fuente: ICESA S.A.; **Elaboración:** ICRE

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo apreciar que la compañía, con fecha 30 de noviembre de 2017, presentó un monto de activos menos deducciones de USD 77,54 millones, siendo el 80% de los mismos la suma de USD 60,43 millones, determinando por lo tanto que los activos menos deducciones representan el 78,51% de los activos totales de ICESA S.A.

Mediante lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo evidenciar que el valor máximo para la Segunda Emisión de Obligaciones de ICESA S.A., es de USD 60,43 millones, que corresponde al 80% de los activos menos deducciones.

Adicionalmente, se debe mencionar que, al 30 de noviembre de 2017, al analizar la posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del Emisor, se evidencia que el total de activos menos deducciones ofrece una cobertura de 1,12 veces sobre los pasivos totales de la compañía

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

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo evidenciar que el valor de la Segunda Emisión de Obligaciones de ICESA S.A., representa el 42,36% del 200% del patrimonio al 30 de noviembre de 2017 y el 84,73% del patrimonio, cumpliendo de esta manera con lo expuesto anteriormente.

200% PATRIMONIO	
Patrimonio	19.867.498
200% patrimonio	39.734.996
Primera Emisión de Obligaciones	6.833.333
Emisión de obligaciones por aprobar	10.000.000
Total emisiones	16.833.333
Total emisiones/200% patrimonio	42,36%

Tabla 31: 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, Capítulo III, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, por lo que la Junta General de Accionistas resolvió:

RESGUARDOS DE LEY
Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la rendición total de los valores.
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.
No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
Mantener, durante la vigencia de la Emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el Artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

Tabla 32: Garantías y resguardos
Fuente: ICESA S.A.; **Elaboración:** ICRE

LIMITE DE ENDEUDAMIENTO
Mantener un límite de endeudamiento referente a los pasivos afectos al pago de intereses de hasta 3 veces el patrimonio de la Compañía.

Tabla 33: Resguardos voluntarios
Fuente: ICESA S.A.; **Elaboración:** ICRE

Se debe mencionar que los activos que respaldan la presente emisión son: inventarios (80%) y cuentas por cobrar comerciales (20%).

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

FLUJO DE CAJA PROYECTADO

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

ICESA S.A.	2018				2019				2020			
	TRIM I	TRIM II	TRIM III	TRIM IV	TRIM I	TRIM II	TRIM III	TRIM IV	TRIM I	TRIM II	TRIM III	TRIM IV
Caja Inicial	14.005	19.820	15.059	9.639	4.382	3.731	3.959	3.446	3.330	2.340	1.831	1.323
Ingresos												
Ventas de contado	31.555	33.727	33.331	34.349	31.352	33.511	33.117	34.128	32.342	34.568	34.163	35.205
Recuperación de cartera/ventas crédito	6.038	6.454	6.378	6.574	5.647	6.036	5.966	6.148	5.961	6.371	6.296	6.488
Otros ingresos	642	702	709	756	661	700	691	707	699	747	738	760
Ajustes no efectivos	1.851	1.978	1.955	2.014	633	677	669	689	643	687	679	700
Propiedades de inversión	659	705	695	718	-	-	-	-	-	-	-	-
Activos intangibles	-	-	-	-	31	33	33	34		-	-	-
Obligaciones financieras de corto plazo	-	-	-	-	-	-	-	-	501	167	582	613
II Emisión de obligaciones	10.000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total ingresos	50.745	43.566	43.068	44.411	38.324	40.957	40.476	41.706	40.146	42.540	42.458	43.766
Egresos												
Costo de ventas	26.954	28.809	28.471	29.340	23.296	24.900	24.608	25.359	25.013	26.735	26.421	27.228
Gasto administrativo	3.743	4.000	3.953	4.074	3.703	3.958	3.912	4.031	3.765	4.024	3.977	4.098
Gasto de ventas	9.834	10.512	10.388	10.705	9.136	9.765	9.651	9.945	9.651	10.315	10.194	10.505
Gasto financiero	920	883	829	791	758	741	707	690	668	655	643	647
Impuestos y otros egresos	-316	-338	-334	249	-2	-3	-2	418	-31	-33	-33	607
Propiedad, planta y equipos, neto	2.032	2.172	2.146	2.212	123	132	130	134	123	132	130	134
Activos intangibles	62	66	65	67	-	-	-	-	25	26	26	27
Otras inversiones	1	1	1	1	-	-	-	-	-	-	-	-
Obligaciones financieras de corto plazo	203	203	203	203	-	-	-	-	-	-	-	-
I Emisión de Obligaciones	333	833	333	833	333	833	333	833	333	833	-	500
II Emisión de obligaciones	-	-	1.250	-	1.250	-	1.250	-	1.250	-	1.250	-
Obligaciones financieras de largo plazo	830	830	830	830	-	-	-	-	-	-	-	-
Reclasificación resultados (y/o Dividendos)	334	357	352	363	378	404	399	412	339	362	358	369
Total egresos	44.930	48.328	48.487	49.668	38.975	40.730	40.988	41.822	41.136	43.049	42.966	44.115
Movimiento de caja (neto)	5.815	-4.762	-5.419	-5.257	-651	227	-513	-116	-990	-509	-508	-349
Caja final	19.820	15.059	9.639	4.382	3.731	3.959	3.446	3.330	2.340	1.831	1.323	974

Tabla 34: Flujo de caja proyectado 2018- 2020 (miles USD)
Fuente: ICESA S.A.; **Elaboración:** ICRE

ICESA S.A.	2021				2022			
	TRIM I	TRIM II	TRIM III	TRIM IV	TRIM I	TRIM II	TRIM III	TRIM IV
Caja Inicial	974	2.346	1.762	1.185	346	2.224	1.566	923
Ingresos								
Ventas de contado	34.757	36.399	36.099	36.868	38.661	40.518	40.180	41.049
Recuperación de cartera/ventas crédito	6.408	6.711	6.656	6.799	7.203	7.552	7.488	7.652
Otros ingresos	739	790	781	805	832	889	878	905
Ajustes no efectivos	652	697	689	710	661	707	699	720
Propiedades de inversión	-	-	-	-	-	-	-	-
Activos intangibles				-		-	-	-
Obligaciones financieras de corto plazo	2.058	-	487	24	2.884	-	-	711
II Emisión de obligaciones	-	-	-	-	-	-	-	-
Total ingresos	44.614	44.597	44.712	45.206	50.241	49.666	49.245	51.037
Egresos								
Costo de ventas	26.478	28.301	27.968	28.822	30.038	32.106	31.729	32.697
Gasto administrativo	3.947	4.134	4.100	4.187	4.064	4.261	4.225	4.317
Gasto de ventas	10.384	10.877	10.787	11.018	11.706	12.273	12.170	12.435
Gasto financiero	669	655	640	640	682	674	664	681
Impuestos y otros egresos	-33	-35	-35	781	-51	-54	-54	1.241
Propiedad, planta y equipos, neto	123	132	130	134	123	132	130	134
Activos intangibles	27	29	29	30	62	66	66	68
Otras inversiones	-	-	-	-	1	1	1	1
Obligaciones financieras de corto plazo	-	164	-	-	-	342	440	-
I Emisión de Obligaciones	-	500	-	-	-		-	-
II Emisión de obligaciones	1.250	-	1.250	-	1.250		-	-
Obligaciones financieras de largo plazo	-	-	-	-	-		-	-
Reclasificación resultados (y/o Dividendos)	397	425	420	432	489	523	517	532
Total egresos	43.242	45.182	45.289	46.044	48.364	50.324	49.888	52.106
Movimiento de caja (neto)	1.372	-585	-577	-838	1.877	-658	-643	-1.069
Caja final	2.346	1.762	1.185	346	2.224	1.566	923	-145

Tabla 35: Flujo de caja proyectado 2021- 2022 (miles USD)
Fuente: ICESA S.A.; **Elaboración:** ICRE

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

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

Definición de Categoría

SEGUNDA EMISIÓN DE OBLGACIONES ICESA S.A

CATEGORÍA AA (+)

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

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.

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

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

Atentamente,

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

ICRE DEL ECUADOR CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. www.icredelecuador.com	ICESA S.A. ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (miles USD)									
	2014		2015				2016			
	Valor	Análisis vertical %	Valor	Análisis vertical %	Análisis horizontal %	Variación en monto	Valor	Análisis vertical %	Análisis horizontal %	Variación en monto
ACTIVO	**68.501,76**	100,00%	**76.982,21**	100,00%	12,38%	8.480,45	**93.715,97**	100,00%	21,74%	16.733,77
ACTIVOS CORRIENTES	**42.019,19**	61,34%	**50.287,15**	65,32%	19,68%	8.267,96	**61.933,96**	66,09%	23,16%	11.646,82
Efectivo	557,71	0,81%	229,96	0,30%	-58,77%	-327,75	167,53	0,18%	100,00%	-62,43
Bancos	1.395,53	2,04%	6.690,20	8,69%	379,40%	5.294,67	4.145,85	4,42%	-38,03%	-2.544,35
Activos financieros	0,00	0,00%	1.629,48	2,12%	100,00%	1.629,48	2.373,46	2,53%	45,66%	743,98
Cuentas por cobrar comerciales	7.251,95	10,59%	16.654,84	21,63%	129,66%	9.402,88	22.247,84	23,74%	33,58%	5.593,00
Cuentas por cobrar compañías relacionadas	4.138,88	6,04%	3.722,70	4,84%	-10,06%	-416,18	3.344,88	3,57%	-10,15%	-377,82
Otras cuentas por cobrar	1.324,70	1,93%	1.304,88	1,70%	-1,50%	-19,82	1.087,45	1,16%	-16,66%	-217,43
Inventarios	27.026,75	39,45%	19.913,23	25,87%	-26,32%	-7.113,52	27.803,54	29,67%	39,62%	7.890,31
Pagos anticipados	323,67	0,47%	141,86	0,18%	-56,17%	-181,81	763,42	0,81%	438,15%	621,56
ACTIVOS NO CORRIENTES	**26.482,57**	38,66%	**26.695,06**	34,68%	0,80%	212,49	**31.782,01**	33,91%	19,06%	5.086,95
Propiedad, planta y equipo	12.132,23	17,71%	12.249,89	15,91%	0,97%	117,67	21.521,19	22,96%	75,68%	9.271,30
Cuentas por cobrar comerciales	3.739,53	5,46%	5.315,84	6,91%	42,15%	1.576,32	2.197,37	2,34%	-58,66%	-3.118,47
Propiedad de inversión	1.108,90	1,62%	1.108,90	1,44%	0,00%	0,00	1.108,90	1,18%	0,00%	0,00
Inversiones en acciones	700,00	1,02%	6,50	0,01%	-99,07%	-693,50	6,50	0,01%	0,00%	0,00
Activos intangibles	2.945,60	4,30%	2.329,42	3,03%	-20,92%	-616,19	1.910,35	2,04%	-17,99%	-419,07
Otras cuentas por cobrar	593,86	0,87%	518,19	0,67%	-12,74%	-75,68	558,32	0,60%	7,74%	40,13
Activos financieros	5.262,46	7,68%	5.166,33	6,71%	-1,83%	-96,14	4.479,38	4,78%	-13,30%	-686,95
PASIVO	**48.956,49**	100,00%	**57.801,10**	100,00%	18,07%	8.844,61	**69.420,08**	100,00%	20,10%	11.618,99
PASIVOS CORRIENTES	**42.743,01**	87,31%	**50.587,31**	87,52%	18,35%	7.844,30	**50.410,46**	72,62%	-0,35%	-176,85
Obligaciones financieras	18.217,80	37,21%	15.793,51	20,52%	-13,31%	-2.424,29	20.499,62	29,53%	29,80%	4.706,11
Cuentas por pagar comerciales	22.668,68	46,30%	24.345,18	31,62%	7,40%	1.676,50	16.022,08	23,08%	-34,19%	-8.323,10
Cuentas por pagar relacionadas	0,00	0,00%	8.311,19	10,80%	100,00%	8.311,19	12.847,50	18,51%	54,58%	4.536,31
Provisiones sociales	1.856,54	3,79%	2.137,43	2,78%	15,13%	280,89	1.041,25	1,50%	-51,28%	-1.096,18
PASIVOS NO CORRIENTES	**6.213,47**	12,69%	**7.213,79**	12,48%	16,10%	1.000,31	**19.009,63**	27,38%	163,52%	11.795,84
Obligaciones financieras	4.767,10	9,74%	5.280,00	6,86%	10,76%	512,90	15.111,74	21,77%	186,21%	9.831,74
Pasivo por impuesto diferido	522,93	1,07%	500,87	0,65%	-4,22%	-22,05	2.472,65	3,56%	393,67%	1.971,78
Provisiones sociales	883,89	1,81%	1.391,08	1,81%	57,38%	507,19	1.372,82	1,98%	-1,31%	-18,26
Otras cuentas por pagar	39,56	0,08%	41,83	0,05%	5,75%	2,27	52,41	0,08%	25,28%	10,58
PATRIMONIO	**19.545,28**	100,00%	**19.181,11**	100,00%	-1,86%	-364,16	**24.295,89**	100,00%	26,67%	5.114,78
Capital social	8.635,82	44,18%	8.635,82	45,02%	0,00%	0,00	8.635,82	35,54%	0,00%	0,00
Reserva legal	1.992,32	10,19%	1.992,32	10,39%	0,00%	0,00	2.256,88	9,29%	13,28%	264,56
Reserva por revaluacion de activos	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00%	0,00	8.243,93	33,93%	100,00%	8.243,93
Resultado acumulado adopcion NIIF	738,11	3,78%	738,11	3,85%	0,00%	0,00	738,11	3,04%	0,00%	0,00
Remedicion de beneficios definidos	0,00	0,00%	-185,39	-0,97%	100,00%	-185,39	-165,42	-0,68%	-10,77%	19,97
Paticipacion no controlada	0,00	0,00%	6,50	0,03%	100,00%	6,50	6,50	0,03%	0,00%	1,00
Resultados acumulados	5.142,97	26,31%	5.348,14	27,88%	3,99%	205,17	3.552,15	14,62%	-33,58%	-1.795,99
Resultados del ejercicio	3.036,06	15,53%	2.645,62	13,79%	-12,86%	0,00	1.027,92	4,23%	-61,15%	0,00
PASIVO MAS PATRIMONIO	**68.501,76**	350,48%	**76.982,21**	401,34%	12,38%	8.480,44	**93.715,97**	100,00%	21,74%	16.733,77

Fuente: Balances Auditados 2014, 2015 y 2016 del Emisor. Información financiera noviembre 2016 y noviembre 2017 no auditada entregada por el Emisor.

Elaboración: ICRE

ICRE DEL ECUADOR CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. www.icredelecuador.com	ICESA S.A. ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA miles USD					
	NOVIEMBRE 2016		NOVIEMBRE 2017			
	Valor	% Análisis vertical	Valor	% Análisis vertical	Análisis horizontal %	Variación en monto
ACTIVO	**93.195,59**	**100,00%**	**96.218,34**	**100,00%**	**3,24%**	**3.022,75**
ACTIVOS CORRIENTES	**79.176,22**	**84,96%**	**72.842,65**	**75,71%**	**-8,00%**	**-6.333,56**
Efectivo	157,56	0,17%	136,84	0,14%	-13,15%	-20,73
Bancos	6.985,39	7,50%	11.507,76	11,96%	64,74%	4.522,37
Inversiones Corto Plazo	1.383,14	1,48%	0,00	0,00%	-100,00%	-1.383,14
Cuentas por cobrar comerciales	37.561,76	40,30%	29.788,53	30,96%	-20,69%	-7.773,24
Cuentas por cobrar companias relacionadas	4,55	0,00%	0,00	0,00%	-100,00%	-4,55
Otras cuentas por cobrar	6.016,99	6,46%	3.785,03	3,93%	-37,09%	-2.231,96
Inventarios	25.146,50	26,98%	24.573,08	25,54%	-2,28%	-573,42
Pagos anticipados	1.920,32	2,06%	3.051,43	3,17%	58,90%	1.131,11
ACTIVOS NO CORRIENTES	**14.019,38**	**15,04%**	**23.375,69**	**24,29%**	**66,74%**	**9.356,31**
Propiedad, planta y equipo	9.084,50	9,75%	16.552,10	17,20%	82,20%	7.467,61
Propiedad de inversión	1.108,90	1,19%	3.886,32	4,04%	250,47%	2.777,42
Inversiones en acciones	650,00	0,70%	650,00	0,68%	0,00%	0,00
Activos por impuestos diferidos	60,64	0,07%	48,85	0,05%	-19,44%	-11,79
Otros activos - garantías locales	525,70	0,56%	542,15	0,56%	3,13%	16,45
Fideicomiso garantía plasma	16,50	0,02%	16,50	0,02%	0,00%	0,00
Cuentas por cobrar e inversiones a largo plazo	628,48	0,67%	28,13	0,03%	-95,52%	-600,34
Activos intangibles	1.944,67	2,09%	1.651,63	1,72%	-15,07%	-293,04
PASIVO	**75.940,80**	**100,00%**	**76.350,84**	**100,00%**	**0,54%**	**410,04**
PASIVOS CORRIENTES	**61.160,00**	**80,54%**	**42.483,61**	**55,64%**	**-30,54%**	**-18.676,39**
Obligaciones financieras	24.968,86	32,88%	12.488,00	16,36%	-49,99%	-12.480,86
Cuentas por pagar comerciales	29.823,80	39,27%	22.399,93	29,34%	-24,89%	-7.423,87
Participación trabajadores	0,00	0,00%	0,46	0,00%	100,00%	0,46
Pasivos acumulados	4.376,59	5,76%	4.781,80	6,26%	9,26%	405,21
Otras cuentas por pagar	1.990,76	2,62%	2.813,42	3,68%	41,32%	822,66
PASIVOS NO CORRIENTES	**14.780,80**	**19,46%**	**33.867,24**	**44,36%**	**129,13%**	**19.086,43**
Obligaciones financieras	10.900,00	14,35%	23.321,43	30,55%	113,96%	12.421,43
Titularizacion T/C Fideicomiso	2.000,00	2,63%	0,00	0,00%	-100,00%	-2.000,00
Impuesto a la renta diferido	561,51	0,74%	2.521,50	3,30%	349,06%	1.959,99
Provisiones sociales	1.319,30	1,74%	1.190,97	1,56%	-9,73%	-128,33
Emisión Obligaciones	0,00	0,00%	6.833,33	8,95%	100,00%	6.833,33
PATRIMONIO	**17.254,79**	**100,00%**	**19.867,50**	**100,00%**	**15,14%**	**2.612,71**
Capital social	8.635,82	50,05%	8.635,82	43,47%	0,00%	0,00
Reservas	2.071,49	12,01%	10.438,19	52,54%	403,90%	8.366,70
Resultados acumulados	4.290,26	24,86%	5.215,39	26,25%	21,56%	925,12
Resultados del ejercicio	2.257,21	13,08%	-4.421,90	-22,26%	-295,90%	-6.679,11
PASIVO MAS PATRIMONIO	**93.195,59**	**100,00%**	**96.218,34**	**100,00%**	**3,24%**	**3.022,75**

Fuente: Balances Auditados 2014, 2015 y 2016 del Emisor. Información financiera noviembre 2016 y noviembre 2017 no auditada entregada por el Emisor.

Elaboración: ICRE

ICESA S.A. ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (miles USD)										
	2014		2015				2016			
	Valor	Análisis vertical %	Valor	Análisis vertical %	Análisis horizontal %	Variación en monto	Valor	Análisis vertical %	Análisis horizontal %	Variación en monto
Ventas	125.801,98	100,00%	137.483,02	100,00%	9,29%	11.681,04	141.880,22	100,00%	3,20%	4.397,20
Costo de ventas	80.465,69	63,96%	87.165,60	63,40%	8,33%	6.699,92	90.518,75	63,80%	3,85%	3.353,14
Margen bruto	**45.336,30**	**36,04%**	**50.317,42**	**36,60%**	**10,99%**	**4.981,12**	**51.361,47**	**36,20%**	**2,07%**	**1.044,06**
(-) Gastos de administración y ventas	-41.493,75	-32,98%	-46.638,05	-33,92%	12,40%	(5.144,30)	-49.519,30	-34,90%	6,18%	-2.881,25
(+) Otros ingresos / gastos (netos)	2.204,35	1,75%	1.671,97	1,22%	-24,15%	(532,38)	2.271,19	1,60%	35,84%	599,22
Utilidad operativa	**6.046,89**	**4,81%**	**5.351,34**	**3,89%**	**-11,50%**	**(695,56)**	**4.113,36**	**2,90%**	**-23,13%**	**-1.237,98**
(-) Gastos financieros	-1.415,55	-1,13%	-1.802,86	-1,31%	27,36%	(387,31)	-2.490,47	-1,76%	38,14%	-687,61
Ingresos (gastos) no operacionales	130,28	0,10%	127,13	0,09%	-2,42%	(3,16)	498,39	0,35%	292,05%	371,27
Utilidad antes de participación e impuestos	**4.761,62**	**3,79%**	**3.675,61**	**2,67%**	**-22,81%**	**(1.086,02)**	**2.121,28**	**1,50%**	**-42,29%**	**-1.554,32**
Pérdida Actuarial	127,11	0,10%	-185,39	-0,13%	100,00%	(312,49)	-19,97	-0,01%	-89,23%	165,42
Utilidad antes de impuestos	**4.888,73**	**3,89%**	**3.490,22**	**2,54%**	**-28,61%**	**(1.398,51)**	**2.101,31**	**1,48%**	**-39,79%**	**-1.388,91**
Gasto por impuesto a la renta	-1.725,56	-1,37%	-1.029,99	-0,75%	-40,31%	695,57	-1.093,37	-0,77%	6,15%	-63,38
Utilidad neta	**3.163,17**	**2,51%**	**2.460,23**	**1,79%**	**-22,22%**	**(702,94)**	**1.007,94**	**0,71%**	**-59,03%**	**-1.452,28**
Depreciaciones	1.908,37	1,52%	2.134,12	1,55%	11,83%	225,75	-304,00	-0,21%	-114,24%	-2.438,12
EBITDA anualizado	**7.955,27**	**6,32%**	**7.485,46**	**5,44%**	**-5,91%**	**(469,81)**	**3.809,36**	**2,68%**	**-49,11%**	**-3.676,10**

Fuente: Balances Auditados 2014, 2015 y 2016 del Emisor. Información financiera noviembre 2016 y noviembre 2017 no auditada entregada por el Emisor.

Elaboración: ICRE

ICESA S.A. ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (miles USD)	NOVIEMBRE 2016		NOVIEMBRE 2017			
	Valor	Análisis vertical %	Valor	Análisis vertical %	Análisis horizontal %	Variación en monto
Ventas	126.856,43	100,00%	127.904,27	100,00%	0,83%	1.047,84
Costo de ventas	79.337,29	62,54%	87.616,23	68,50%	10,44%	8.278,94
Margen bruto	**47.519,14**	**37,46%**	**40.288,04**	**31,50%**	**-15,22%**	**-7.231,10**
(-) Gastos de administración y ventas	(44.093,40)	-34,76%	(44.450,18)	-34,75%	0,81%	-356,78
(+) Otros ingresos / gastos (netos)	592,40	0,47%	2.179,43	1,70%	267,90%	1.587,02
Utilidad operativa	**4.018,14**	**3,17%**	**(1.982,72)**	**-1,55%**	**-149,34%**	**-6.000,85**
(-) Gastos financieros	(1.760,93)	-1,39%	(2.439,18)	-1,91%	38,52%	-678,25
Ingresos (gastos) no operacionales	-	0,00%	-	0,00%	0,00%	-
Utilidad antes de participación e impuestos	**2.257,21**	**1,78%**	**(4.421,90)**	**-3,46%**	**-295,90%**	**-6.679,11**
Participación trabajadores	-	0,00%	-	0,00%	0,00%	-
Utilidad antes de impuestos	**2.257,21**	**1,78%**	**(4.421,90)**	**-3,46%**	**-295,90%**	-6.679,11
Gasto por impuesto a la renta	-	0,00%	-	0,00%	0,00%	-
Utilidad neta	**2.257,21**	**1,78%**	**(4.421,90)**	**-3,46%**	**-295,90%**	**-6.679,11**
Depreciación	(279)	-0,22%	(2.286)	-1,79%	**720,39%**	-200750,00%
EBITDA	**3.739,47**	**2,95%**	**-4.268,88**	**-3,34%**	**-214,16%**	**-800835,50%**

Fuente: Balances Auditados 2014, 2015 y 2016 del Emisor. Información financiera noviembre 2016 y noviembre 2017 no auditada entregada por el Emisor.

Elaboración: ICRE

ICESA S.A. PRINCIPALES CUENTAS (miles USD)				
CUENTAS	**2014**	**2015**	**2016**	**NOVIEMBRE 2017**
Activo	68.502	76.982	93.716	96.218
Pasivo	48.956	57.801	69.420	76.351
Patrimonio	19.545	19.181	24.296	19.867
Utilidad neta	3.163	2.460	1.008	-4.422
CUENTAS	**2014**	**2015**	**2016**	**NOVIEMBRE 2017**
Activo	**68.502**	**76.982**	**93.716**	**96.218**
Activo corriente	42.019	50.287	61.934	72.843
Activo no corriente	26.483	26.695	31.782	23.376
CUENTAS	**2014**	**2015**	**2016**	**NOVIEMBRE 2017**
Pasivo	**48.956**	**57.801**	**93.716**	**76.351**
Pasivo corriente	42.743	50.587	50.410	42.484
Pasivo no corriente	6.213	7.214	19.010	33.867
CUENTAS	**2014**	**2015**	**2016**	**NOVIEMBRE 2017**
Patrimonio	19.545	19.181	24.296	19.867
Capital social	8.636	8.636	8.636	8.636
Reserva legal y revaluación de actvos	1.992	1.992	10.501	10.438
Resultado acumulado adopcion NIIF	738	738	738	0
Remedicion de beneficios definidos	0	-185	-165	0
Paticipacion no controlada	0	7	7	0
Resultados acumulados	5.143	5.348	3.552	5.215
Resultados del ejercicio	3.036	2.646	1.028	-4.422
Fuente: Balances Auditados 2014, 2015 y 2016 del Emisor. Información financiera noviembre 2016 y noviembre 2017 no auditada entregada por el Emisor. Elaboración: ICRE				

ICESA S.A.					
ÍNDICES (miles USD)					
Cierre	2014	2015	NOVIEMBRE 2016	2016	NOVIEMBRE 2017
Meses	12	12	11	12	11
MARGENES					
Costo de Ventas / Ventas	63,96%	63,40%	62,54%	63,80%	68,50%
Margen Bruto	36,04%	36,60%	37,46%	36,20%	31,50%
Util. antes de part. e imp./ Ventas	3,79%	2,67%	1,78%	1,50%	-3,46%
Utilidad Operativa / Ventas	4,81%	3,89%	3,17%	2,90%	-1,55%
Utilidad Neta / Ventas	2,51%	1,79%	1,78%	0,71%	-3,46%
FINANCIAMIENTO OPERATIVO					
EBITDA / Ventas	6,32%	5,44%	3,22%	2,68%	-3,64%
EBITDA / Deuda financiera CP	43,67%	47,40%	16,34%	18,58%	-37,29%
EBITDA / Deuda financiera LP	166,88%	141,77%	31,62%	25,21%	-15,44%
SOLVENCIA					
Pasivo corriente / Pasivo total	87,31%	87,52%	80,54%	72,62%	55,64%
Activo total / Patrimonio	350,48%	401,34%	540,11%	385,73%	484,30%
Deuda financiera / Patrimonio	117,60%	109,87%	219,47%	146,57%	214,64%
Deuda financiera / Pasivo total	46,95%	36,46%	49,87%	51,30%	55,85%
Pasivo total / Patrimonio	250,48%	301,34%	440,11%	285,73%	384,30%
RENTABILIDAD/ ENDEUDAMIENTO					
ROA	4,62%	3,20%	1,94%	1,08%	-5,01%
ROE	16,18%	12,83%	14,27%	4,15%	-24,28%
Índice de endeudamiento	0,71	0,75	0,81	0,74	0,79
EFICIENCIA					
Días de inventario	121	82	105	111	93
Rotación de la cartera	7,38	5,00	3,13	4,82	4,15
Gasto operacional / Ventas	0,31	0,33	0,34	0,33	0,33
LIQUIDEZ					
Capital de trabajo	-724	-300	18.016	11.524	30.359
Días de cartera	49	72	115	75	87
Prueba ácida	0,35	0,60	0,88	0,68	1,14
Índice de liquidez anual	0,98	0,99	1,29	1,23	1,71

Fuente: Balances Auditados 2014, 2015 y 2016 del Emisor. Información financiera noviembre 2016 y noviembre 2017 no auditada entregada por el Emisor.
Elaboración: ICRE