



**53**  
años de existencia

**ICESA S.A.**

**1621**   
colaboradores

**\$144**   
millones en ventas anuales  
(2017)

**\$22**  
millones de patrimonio  
(2017)

**\$89**   
millones en activos  
(2017)



**180**  
locales comerciales

**16%**  
market share



**AA+**  
Calificación de riesgo  
ICRE

### Características de la emisión



	Monto	Plazo	Tasa de interés	Pago de intereses
Clase A	\$10,000,000	1440 días	8.50%	Trimestral



### ¿Por qué Invertir en ICESA S.A.?

- Empresa bien posicionada en el mercado con marcas de alta recordación y diversificación de productos.
- Reconocida solidez financiera que le ha permitido gestionar adecuadamente la obtención de recursos financieros.
- Capacidad de reacción para hacer frente a una probable reducción de las ventas con una mínima afectación a su generación de efectivo.
- Emisión respaldada por una sólida calificación de riesgo e interesante rentabilidad para el inversionista.

**ICESA S.A.**

**Gráfico 1: Evolución Ventas Reales En Miles US\$**

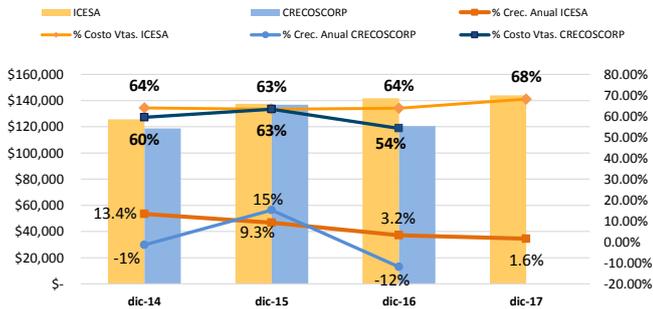


Gráfico 1 - Evolución de ventas: Para el cierre de 2017, se evidencia que la rotación en las ventas es menos acelerada que lo presupuestado y la dinámica de mercado no da muestras claras de una gran mejoría para el sector comercial importador, a pesar de esto, ICESA crece 1.6%, para tener mayores ventas bajaron su margen y su costo sobre ventas aumenta en cuatro puntos porcentuales a comparación de finales de 2016, lo que se verá reflejado en los márgenes de rentabilidad. En el periodo analizado, la compañía alcanzó en el año 2014 la tasa de crecimiento en ventas más importante de los últimos tres años, la razón es el incremento de la actividad comercial a todo nivel como consecuencia de una importante posición de liquidez de la economía nacional. A pesar de que el histórico de las ventas en unidades se ha mantenido creciente los últimos años, existen fluctuaciones en los ingresos, debido a las medidas aplicadas desde el Gobierno Central con la finalidad de desincentivar las importaciones (salvaguardias implementadas), lo que ha incidido en que los niveles de ventas hayan desacelerado a partir del año 2015. Para ICESA representó una oportunidad, ya que, al contar dentro de su portafolio de productos, bienes producidos por marcas locales alineados a la decisión del Gobierno, la compañía pudo incrementar el volumen de ventas de cocinas de inducción a tal punto de convertirse en un principal proveedor del Estado para 2016.

**Gráfico 2: Ventas Proyectadas En Miles US\$**

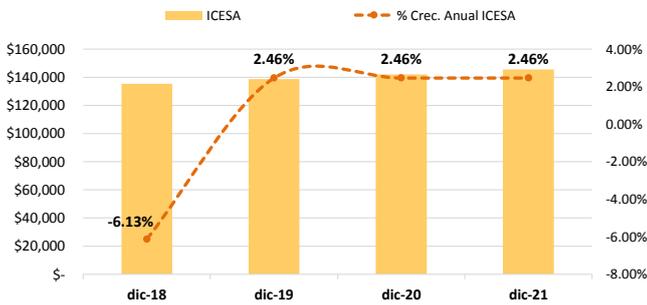


Gráfico 2 - Ventas proyectadas: La realidad económica del país ha repercutido negativamente en las ventas a todo el sector comercial importador. Con los resultados obtenidos históricamente de ICESA, se pronostica con fines conservadores, que tomando en cuenta que el 2017 se caracterizó por ser un año de incertidumbre en respuesta a los cambios políticos del periodo, la proyección de las ventas para finalizar el año 2018 será una disminución de 6,13% con respecto al año 2017. Si bien a partir del 2018 las previsiones económicas realizadas por medios especializados avizoran una recuperación, se mantienen unas tasas de crecimiento no mayores al 3% de tal forma que se constituye un escenario moderado - pesimista en el que a pesar de mantener ingresos creciendo a niveles bajos, la capacidad de generación de recursos líquidos no se ve afectada.

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

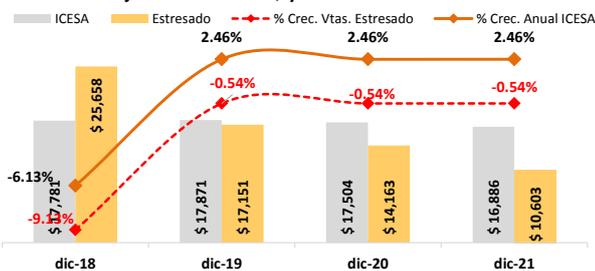


Gráfico 3, Escenario estrés y flujos proyectados: En base a las nuevas proyecciones del año, ICESA obtendría un flujo final en 2018 similar al del 2017 principalmente porque se considera un escenario de incertidumbre para la economía ecuatoriana, tanto como para las tendencias de consumo. El flujo de caja proyectado no implica un deterioro de la liquidez que obligue a la compañía a adquirir nueva deuda. Este flujo aumenta constantemente en 2,46% desde el año 2018. En un escenario de estrés, donde se mantiene en promedio el costo de ventas mantenido al cierre del año 2017 hasta el 2018 y estresando el crecimiento de ventas hasta el año 2020, la compañía no tiene necesidad de recurrir a financiamiento externo, pero, debe mantener un correcto manejo de sus recursos y administración de sus proyecciones.

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

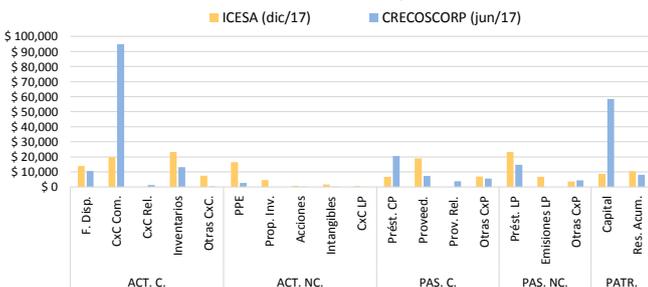


Gráfico 4 - Estructura del balance: Los activos corrientes han sido históricamente superiores a los no corrientes, como resultado del peso de cuentas por cobrar comerciales y de inventarios, en ese orden, para finales del 2017 representan el 73% del total de activos, demostrando su relevancia. Históricamente, 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. Tomando en cuenta el periodo analizado, en 2016, ICESA estableció un acuerdo con el Ministerio de Electricidad y Energía Renovable para la venta de productos a inducción, por lo que la cartera asociada a este concepto representa aproximadamente el 46% del saldo total de deudores comerciales. En cuanto a pasivos, a diciembre del 2017, los proveedores (59% del total de pasivos corrientes) y las obligaciones financieras (21% del total del pasivo corriente) son las cuentas más representativas en el corto plazo, mientras que a largo plazo son las obligaciones de índole financieras. El financiamiento a través de proveedores históricamente ha tenido mayor importancia dentro de la estructura de fondeo de ICESA en concordancia con su gran reputación que le ha permitido contar con la confianza de los mismos.

**Gráfico 5: Indicadores de rotación**

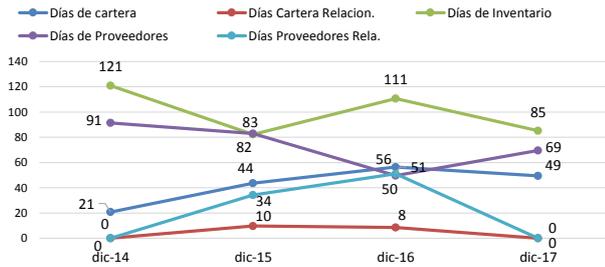


Gráfico 5 - Indicadores de rotación: A diciembre del año 2017, los días de pago a proveedores disminuyen 13 días, mostrando un mejor nivel de ingreso de las ventas y así la cancelación de sus pasivos, por lo cual la cartera de igualmente disminuye, además de la rotación a inventario mejora en 26 días. En el periodo analizado, el pago a proveedores aumenta especialmente desde el 2015 debido a que ICESA forma acuerdos con el Ministerio de Electricidad y Energía Renovable (cocinas de inducción), con una política de cobro acordada con esta entidad pública considera el pago a través de Títulos del Banco Central TBC's, cuyo plazo de negociación es de 360 días. Los movimientos de la cartera son resultado del incremento de las ventas y su consecuente incremento del crédito concedido a los clientes, además ICESA mantiene una política de crédito directo a sus clientes, también se debe tomar en cuenta que gran porcentaje de las ventas de la compañía son realizadas a crédito, con la finalidad de reducir el riesgo y tener una mayor diversificación del mismo, la compañía cuenta con adecuadas políticas de crédito, con un análisis detallado del cliente.

**Gráfico 6: Indicadores de Rentabilidad**

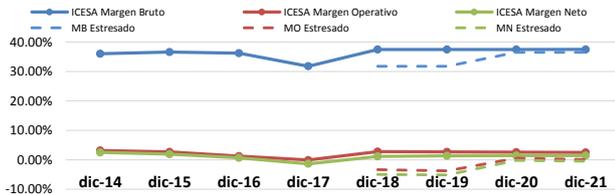


Gráfico 6 - Indicadores de rentabilidad: Para el finalizar del año 2017, se muestra una disminución a nivel de todos los márgenes a razón del decremento de las ventas y del incremento en el costo sobre las mismas. Analizando desde el año 2014, el alto crecimiento de las ventas del año 2014 permitió absorber de mejor forma los costos de importación del inventario, con lo que consecuentemente el margen bruto mejoró sustancialmente en este año a 36,04%, lo que ayudó a sostener el crecimiento de los gastos operativos, para el 2015, la compañía adquiere un importante stock de productos a inducción a través de una firma relacionada con condiciones favorables para ICESA, lo cual explica la caída del costo de ventas, manteniendo un margen bruto de 36,6%. Esta tendencia se mantiene durante el ejercicio 2016 de tal manera que al costo de ventas a diciembre se mantiene con poca variación respecto al año anterior.

ESTRUCTURA DE MÁRGENES	BRUTO	OPERATIVO	NETO	EBITDA
ICESA (dic/17)	31.76%	-0.06%	-1.38%	1.81%
CRECOSCOP (jun/17)	45.76%	14.98%	3.39%	13.10%

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

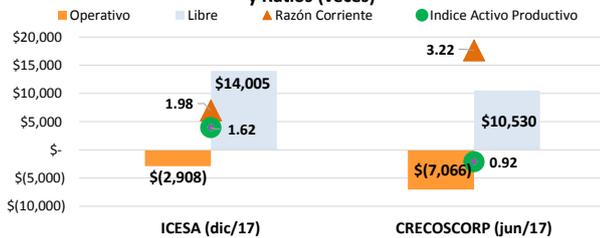


Gráfico 7 - Flujo de caja libre y ratios: A finales de 2017 se tiene un flujo operativo negativo de USD 4 millones en promedio, resultado de pagos a proveedores y deudas adquiridas. Manteniendo una pérdida neta de USD 2,5 millones, con actividades de inversión y amortizaciones de deuda, el flujo final aumenta 225% frente al cierre de 2016. Se tiene una razón corriente superior a 1, lo cual indica que se tiene una excelente capacidad de cubrir sus deudas de corto plazo con activos de corto plazo. La infraestructura de ICESA le permite generar \$1.64 dólares de ingresos por cada \$1.00 en activos, lo cual refleja un muy buen nivel de productividad y eficiencias con respecto al giro del negocio.

**Gráfico 8: Endeudamiento (Pasivo/Patrimonio) En veces**

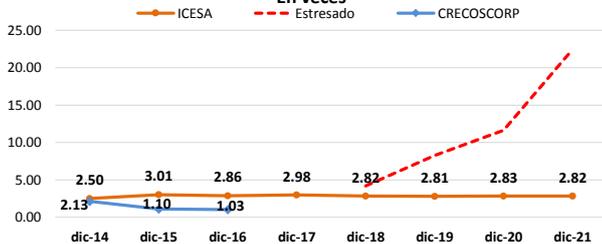


Gráfico 8 - Endeudamiento: Para el año 2017, se muestra un incremento del endeudamiento, mostrando que el pasivo total de la compañía a esta fecha representa 3.02 veces su pasivo, razón de la emisión de obligaciones en el mercado bursátil para el capital de trabajo de la compañía y el aumento de deuda bancaria. Históricamente, en el año 2015 se ve una disminución en la deuda bancaria principalmente a corto plazo, esto disminuye el ratio de apalancamiento. Las obligaciones financieras de corto plazo juntamente con los saldos por pagar a proveedores comerciales constituyen la principal fuente de fondeo de ICESA. Además, la compañía mantiene una política entre sus accionistas conservadora con respecto al reparto de dividendos al fin de destinar estos recursos a su continuo crecimiento y funcionamiento de la misma. Esto hace que los ratios de endeudamiento se mantengan a niveles poco volátiles que se encuentran en un intervalo de 2,50 a 2,86 desde 2014 hasta 2016.

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

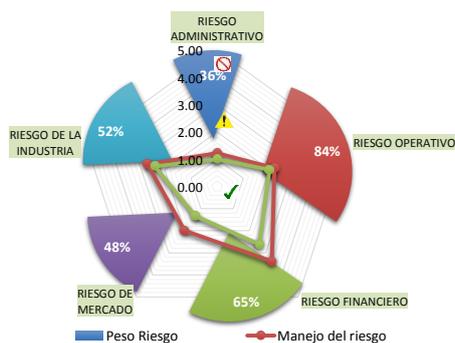


Gráfico 9, Percepción de riesgo: Este gráfico muestra en tres escalas nuestra percepción del riesgo. El tamaño de los pasteles representa la importancia que tiene ese riesgo para la empresa, la línea roja representa cómo se ha manejado cada riesgo en el pasado en una escala sobre cinco puntos y la línea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

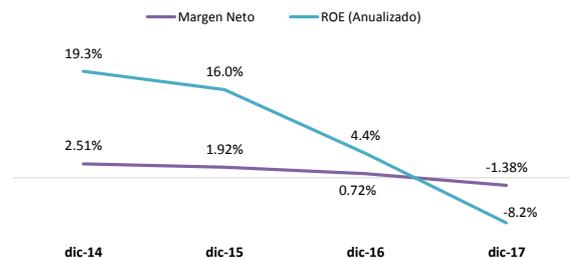
**Sobre la emisión**

<b>Emisor</b>	ICESA S.A.			<b>Objeto de la emisión:</b>	100% Capital de Trabajo Operativo		
<b>Monto Emisión (miles US\$)</b>	\$10,000.00 (A)			<b>Calificadora / Calificación:</b>	ICRE / AA +	<b>F. Comité:</b>	31/01/18
<b>Plazo de la Emisión:</b>	1440 días			<b>Calificación vigente:</b>	AA+	<b>Fecha de Revisión:</b>	31/01/18
<b>Rendimiento</b>	8.50%			<b>Estructurador/Colocador:</b>	Mercapital Casa de Valores S.A.		
<b>Amortización de Capital:</b>	Semestral			<b>Rep. Obligacionistas:</b>	Bondholder Representative		
<b>Pago de intereses:</b>	Trimestral			<b>Garantía:</b>	General		
<b>Tipo de emisión:</b>	II Emisión de Obligaciones			<b>Agente Pagador:</b>	Decevale S.A.		
<b>Resguardos adicionales:</b>	1. Mantener un límite de endeudamiento referente a los pasivos afectos al pago de intereses de hasta 3 veces el patrimonio de la Compañía.						

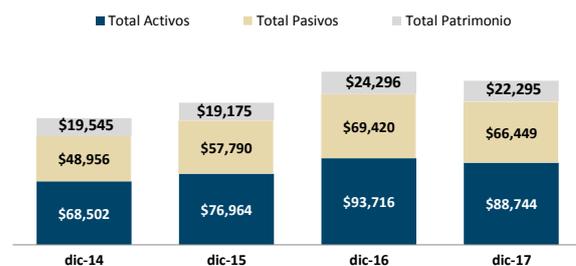
**Estados Financieros**

Balance General	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17
<b>Miles de US\$</b>	<b>NIIF</b>	<b>NIIF</b>	<b>NIIF</b>	<b>Internos</b>
Efectivo y equivalentes	\$1,953	\$6,920	\$4,313	\$14,005
CxC Comerciales	\$7,252	\$16,655	\$22,248	\$19,754
CxC Relacionadas	\$7	\$3,723	\$3,345	\$0
Inventarios	\$27,027	\$19,913	\$27,804	\$23,262
Gastos anticipados	\$5,013	\$866	\$1,004	\$129
Otros activos corrientes	\$767	\$2,195	\$3,221	\$7,466
<b>Activo Corriente</b>	<b>\$42,019</b>	<b>\$50,272</b>	<b>\$61,934</b>	<b>\$64,616</b>
Activo fijo	\$12,132	\$11,604	\$21,521	\$16,540
Propiedades de Inversión	\$1,109	\$1,109	\$1,109	\$4,609
Inversiones en acciones	\$700	\$650	\$7	\$650
Intangibles	\$2,946	\$2,329	\$1,910	\$1,743
Otras CxC largo plazo	\$9,596	\$11,000	\$7,235	\$585
<b>Activo Largo Plazo</b>	<b>\$26,483</b>	<b>\$26,693</b>	<b>\$31,782</b>	<b>\$24,128</b>
<b>Total Activos</b>	<b>\$68,502</b>	<b>\$76,964</b>	<b>\$93,716</b>	<b>\$88,744</b>
Préstamos	\$18,218	\$15,794	\$18,500	\$6,810
Emisiones propias CP y PC	\$0	\$0	\$2,000	\$0
Proveedores	\$20,424	\$20,061	\$12,487	\$18,974
Proveedores Relacionados	\$0	\$8,311	\$12,848	\$0
Otras CxP	\$4,102	\$6,410	\$4,576	\$6,876
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>\$42,743</b>	<b>\$50,576</b>	<b>\$50,410</b>	<b>\$32,660</b>
Oblig. Financieras	\$4,767	\$5,280	\$15,112	\$23,321
Emisiones propias LP	\$0	\$0	\$0	\$6,833
Otras CxP largo plazo	\$1,446	\$1,934	\$3,898	\$3,635
<b>Pasivo no corriente</b>	<b>\$6,213</b>	<b>\$7,214</b>	<b>\$19,010</b>	<b>\$33,789</b>
<b>Total Pasivos</b>	<b>\$48,956</b>	<b>\$57,790</b>	<b>\$69,420</b>	<b>\$66,449</b>
Capital Social	\$8,636	\$8,636	\$8,639	\$8,636
Resultados Acumulados	\$8,179	\$7,994	\$12,654	\$3,225
Reservas, aportes y otros	\$2,730	\$2,545	\$3,003	\$10,434
<b>Total Patrimonio</b>	<b>\$19,545</b>	<b>\$19,175</b>	<b>\$24,296</b>	<b>\$22,295</b>

Miles de US\$	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17
<b>Pérdidas y Ganancias</b>	<b>NIIF</b>	<b>NIIF</b>	<b>NIIF</b>	<b>Internos</b>
Ventas	\$125,802	\$137,483	\$141,880	\$144,104
Costo de Ventas	\$80,466	\$87,166	\$90,519	\$98,337
% sobre Ventas	63.96%	63.40%	63.80%	68.24%
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>\$45,336</b>	<b>\$50,317</b>	<b>\$51,361</b>	<b>\$45,766</b>
Margen Bruto	36.04%	36.60%	36.20%	31.76%
Gastos de Venta	\$41,367	\$46,638	\$49,519	\$45,856
Gasto Administrativo	\$0	\$0	\$0	\$0
Gastos Operativos	\$41,367	\$46,638	\$49,519	\$45,856
% de Ventas	32.88%	33.92%	34.90%	31.82%
<b>Utilidad Operativa</b>	<b>\$3,970</b>	<b>\$3,679</b>	<b>\$1,842</b>	<b>(\$90)</b>
Margen Operativo	3.16%	2.68%	1.30%	-0.06%
Gastos Financieros	(\$1,416)	(\$1,803)	(\$1,992)	(\$2,514)
% de Ventas	1.13%	1.31%	1.40%	1.74%
Otros Gastos / Ingresos	\$2,335	\$1,799	\$2,271	\$614
Impuesto a la Renta	\$1,726	\$1,030	\$1,093	\$0
<b>Utilidad Neta</b>	<b>\$3,163</b>	<b>\$2,646</b>	<b>\$1,028</b>	<b>(\$1,990)</b>
Margen Neto	2.51%	1.92%	0.72%	-1.38%
<b>EBITDA (Anualizado)</b>	<b>\$9,075</b>	<b>\$8,265</b>	<b>\$6,682</b>	<b>\$2,607</b>
Margen EBITDA	7.21%	6.01%	4.71%	1.81%

**Rentabilidad**

**Indicadores Financieros**

	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17
TACC Ventas		4.63%		
TACC Costo de Ventas		6.91%		
Razón Corriente	0.98	0.99	1.23	1.98
Prueba Ácida	0.35	0.60	0.68	1.27
Pasivo/Activo	0.71	0.75	0.74	0.75
Pasivo/Patrimonio	2.50	3.01	2.86	2.98
EBITDA/Pasivo Finan.	0.39	0.39	0.19	0.07
ROE (Anualizado)	19.3%	16.0%	4.4%	-8.2%
ROA (Anualizado)	4.6%	3.4%	1.1%	-2.2%
Días de cartera	21	44	56	49
Días Cartera Relacion.	0	10	8	0
Días de Inventario	121	82	111	85
Días de Proveedores	91	83	50	69
Días Proveedores Rela.	0	34	51	0
Flujo Operativo	-\$1,240	\$12,621	-\$9,358	-\$2,908
Flujo Final de Caja	\$1,953	\$6,920	\$4,313	\$14,005

**Balance General (miles US\$)**


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


[www.mercapital.ec](http://www.mercapital.ec)

 Av. Whympier N27-70 y Orellana- Edificio Sassari, Piso 2  
 (02) 393 2510 | info@mercaptopital.ec