

## INFORME DE ACTUALIZACIÓN

Fecha de Corte al 30 de Junio de 2018

**Empresa Izaguirre Barrail Inversora S.A.E.C.A.**

**IBISAECA – Programa de Emisión Global PEG G2**

Calificación sobre la Emisión y la Solvencia del Emisor			
PEG G2	ACTUALIZACIÓN (*)	ACTUALIZACIÓN	ACTUALIZACIÓN
Fecha de Corte	30-Jun-2017	31-Dic-2017	30-Jun-2018
Solvencia	pyA-	pyBBB+	pyBBB+
Tendencia	Sensible (-)	Estable	Fuerte (+)

BBB: Corresponde a aquellas entidades que cuentan con una suficiente capacidad de pago, pero esta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el ente, en la industria a que pertenece o en la economía.

(\*) Calificación emitida por SOLVENTA Calificadora de Riesgos en fecha 19/Sep/17.

*La calificación de riesgo no constituye una sugerencia o recomendación para comprar, vender, mantener un determinado valor o realizar una inversión, ni un aval o garantía de una inversión o su emisor.*

## FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN

### ANÁLISIS DE SOLVENCIA DEL EMISOR

En línea con la actualización de la calificación de la Solvencia de la Empresa Izaguirre Barrail Inversora S.A.E.C.A. (IBISAECA) y del Programa de Emisión Global (PEG) G4, RISK MÉTRICA ha actualizado la calificación del PEG G2 con fecha de corte al 30/Jun/18, en base a los siguientes aspectos que inciden sobre el perfil de riesgo del emisor:

PRINCIPALES FORTALEZAS
Adecuado nivel de solvencia patrimonial con adecuada estructura de capital y fondeo, mediante la constante capitalización de utilidades y una prudente política de reservas.
Adecuados indicadores de endeudamiento y apalancamiento, con menor concentración de la deuda en el corto plazo, aunque con tendencia creciente durante los últimos años, en especial en el 2017 y primer semestre del 2018, debido a las nuevas emisiones de Bonos.
Adecuados índices de liquidez con elevado nivel de capital de trabajo, debido al incremento de las ventas y las cobranzas en el primer semestre del 2018.
Modelo de negocio basado en una adecuada estructura operacional, con esquema de cobranzas a través del descuento de salarios de los clientes, lo que permite realizar una gestión operativa más eficiente, brindando mayor garantía de recupero de los créditos.
Aumento de la utilidad y la rentabilidad en el primer semestre del 2018, comparado con el mismo periodo del año anterior, debido al incremento de las ventas de créditos, mediante una diversificación del foco del negocio hacia los préstamos en efectivo.
Implementación del criterio contable del devengamiento de los intereses facturados por la venta de préstamos, lo que ha generado mayor solvencia y fidelidad de los estados financieros y patrimoniales de la empresa.

### PRINCIPALES RIESGOS

Deterioro de la cartera crediticia durante los últimos años, en especial en el 2016 y 2017, debido al aumento de la cartera vencida y de la morosidad, con baja cobertura de provisiones, debido a las dificultades para realizar las cobranzas a los funcionarios públicos, a causa del blindaje implementado por el Gobierno, que establece un límite para el descuento de los salarios.

Concentración de la cartera de créditos en segmento de clientes de alto riesgo y vulnerabilidad, mayormente funcionarios públicos, lo que genera una exposición y sensibilidad al riesgo político, con alta dependencia hacia las medidas o políticas del Gobierno, que pueden restringir y limitar las cobranzas vía descuento directo de salarios.

Baja rotación de inventario y de cartera, con elevado ciclo operacional y del periodo promedio de cobro, debido a las menores ventas y a la reducción de las cobranzas durante los últimos años, generando menores ingresos operativos lo que sumado a la implementación del devengamiento de intereses, ha derivado en el aumento del apalancamiento operativo.

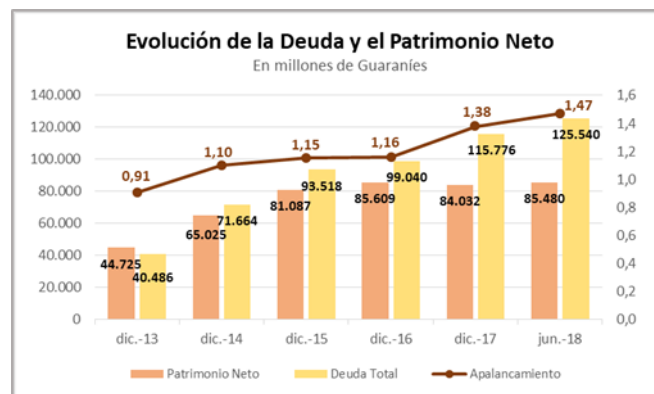
Aumento de la estructura de costos en el primer semestre del 2018, comparado con el mismo periodo del año anterior, especialmente de los gastos financieros, debido al mayor endeudamiento durante los últimos años, lo que ha generado un elevado apalancamiento financiero y un ajustado flujo de caja operativo, aunque los indicadores de eficiencia se encuentran en niveles razonables para el tipo de industria.

La Categoría de **pyBBB+** se sustenta en la adecuada solvencia patrimonial y el razonable endeudamiento de la empresa, así como en el crecimiento y consolidación del negocio durante los últimos años, con una eficiente estructura operativa, luego de pasar por un periodo entre 2016 y 2017 de reducción de las ventas y las cobranzas, a causa del blindaje establecido por el Gobierno sobre los salarios de los funcionarios públicos. La empresa ha podido consolidarse en un mercado altamente competitivo, y ha sabido sobrellevar la situación del blindaje salarial, que obstaculizó el crecimiento del negocio en los últimos años, mediante la implementación de una política de diversificación hacia la venta de préstamos en efectivo, bajo condiciones más flexibles y favorables para los funcionarios públicos, acompañado de ajustes en la Política de Créditos y en los procesos de evaluación de los préstamos. Si bien la empresa ha incrementado su endeudamiento para sostener el crecimiento del negocio durante los últimos años, así como para generar el capital operativo ante la reducción de las cobranzas, el Patrimonio también se ha incrementado mediante constantes capitalizaciones de utilidades, y una conservadora política de distribución de dividendos.

La **Tendencia Fuerte (+)** refleja las favorables expectativas sobre la situación global de IBISAECA, debido a las medidas adoptadas en el 2017 y a los ajustes realizados en la estructura organizacional, siendo estos aspectos cualitativos fundamentales para el fortalecimiento de la gestión operativa del negocio, lo cual se ha reflejado en el mejoramiento de los indicadores de liquidez y rentabilidad durante el primer semestre del 2018, mediante un incremento de las ventas y las cobranzas, comparado con el primer semestre del año anterior.

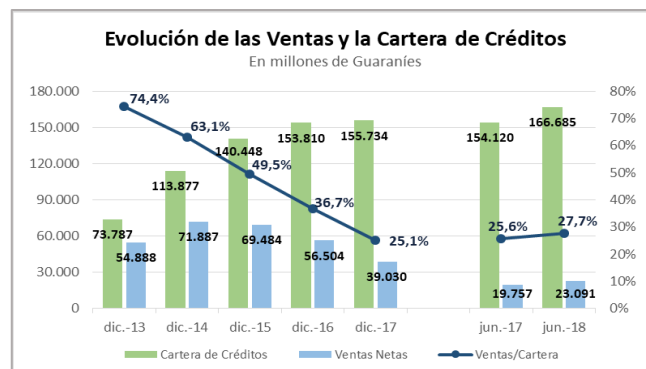
El principal factor de riesgo sigue siendo el deterioro de la calidad de la cartera de créditos, debido al constante aumento de la cartera vencida y de la morosidad, a causa de las dificultades para realizar las cobranzas a los funcionarios públicos, lo que ha obligado a la empresa a buscar otras opciones de cobro por vía judicial y extrajudicial, así como a crear un Call Center especializado en la gestión de tele-cobranza. Asimismo, en el 2018 se ha implementado una Política de Refinanciación, otorgando a los clientes una forma de pago más flexible a más largo plazo, de tal forma a adaptar las cuotas de los préstamos al salario disponible de los funcionarios públicos. Al respecto, se espera que esta situación pueda ser regularizada en el 2109, en la medida que se vayan levantando estas restricciones salariales.

Aunque el mayor endeudamiento ha generado un aumento de los gastos financieros durante los últimos años, lo que sumado a la menor recuperación de la cartera en el periodo 2016-2017, han generado menores márgenes de rentabilidad neta y operacional en el 2017. Sin embargo, en el primer semestre del 2018 se registró un incremento en los ingresos operativos, mediante un aumento de las ventas y una gestión más efectiva de cobranza, para lo cual se ha fortalecido la estructura interna, con la implementación de equipos comerciales especializados en los distintos productos crediticios, así como la implementación de una gestión de tele-cobranzas para monitorear la cartera vencida.



El incremento del endeudamiento durante los últimos años, ha derivado en la disminución de la solvencia patrimonial que se redujo de 52,49% en Dic13 a 42,06% en Dic17 y 40,51% en Jun18. La Deuda Total ha aumentado 186% desde Gs. 40.486 millones en Dic13 a Gs. 115.776 millones en Dic17, con un nuevo incremento de 8,4% en el primer semestre del 2018 subiendo a Gs. 125.540 millones en Jun18, mientras que el Patrimonio Neto ha aumentado 87,9% desde Gs. 44.725 millones en Dic13 a Gs. 84.032 millones en Dic17, con un leve aumento en el primer semestre del 2018 de 1,7% a Gs. 85.480 millones en Jun18. Esta situación ha hecho que el índice de Apalancamiento suba desde 0,91 en Dic13 a 1,38 en Dic17 y a 1,47 en Jun18. Sin embargo, estos indicadores de solvencia patrimonial y endeudamiento, se mantienen en niveles razonables para el tipo industria comparado con el promedio del mercado, por lo cual todavía existe margen para seguir apalancando el negocio y el crecimiento de los activos, toda vez que el costo financiero pueda ser absorbido por mayores ingresos operativos, para lo cual será fundamental mejorar la calidad de los activos y aumentar el recupero de la cartera de créditos.

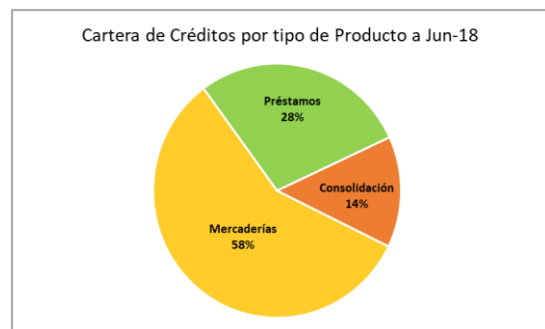
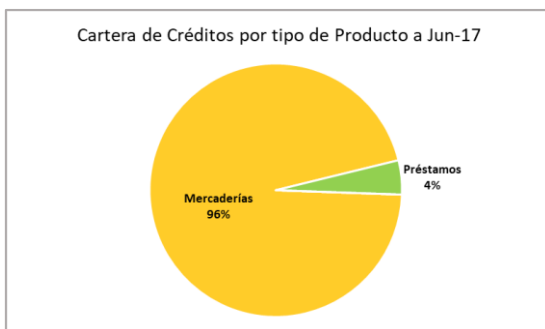
Como todo negocio en crecimiento y expansión, IBISAECA ha tenido que apalancarse con un mayor endeudamiento, aunque también ha realizado importantes aportes de capital, de tal forma a mantener una adecuada relación de deuda/capital y, como resultado, establecer un nivel apropiado de solvencia patrimonial. Esto ha permitido que el negocio puede crecer mediante el aumento de las ventas, aunque dichas ventas han registrado menores tasas de crecimiento durante los 3 últimos años, en especial en el 2017 con una reducción de 28,9% de Gs. 56.504 millones en Dic16 a Gs. 39.030 millones en Dic17. Sin embargo, la cartera crediticia ha ido aumentando constantemente, desde Gs. 73.787 millones en Dic13 a Gs. 155.734 millones en Dic17, debido la diversificación del foco del negocio hacia la venta de préstamos en efectivo, con lo cual el ratio de Ventas/Cartera ha ido disminuyendo desde 74,4% en Dic13 a 25,1% en Dic17.



En el primer semestre del 2018, la cartera crediticia ha aumentado 7% a Gs. 166.685 millones en Jun18. Con respecto a las ventas totales, las mismas han aumentado 16,9% en el primer semestre del 2018 comparado con el mismo periodo del año anterior, subiendo de Gs. 19.757 millones en Jun17 a Gs. 23.091 millones en Jun18. Estas ventas se han diversificado en el 2018, hacia las ventas de préstamos en efectivo, mediante nuevos productos crediticios dirigidos a otros segmentos de clientes, como los descuentos de cheques para PyMes, los préstamos a Asociaciones de Empleados y los créditos minoristas de consumo. De esta forma, las ventas de mercaderías disminuyeron 65% en el comparativo semestral, desde Gs. 16.077 millones en Jun17 a Gs. 5.604 millones en Jun18, mientras que las ventas de préstamos aumentaron 375% desde Gs. 3.680 millones en Jun17 a Gs. 17.487 millones en Jun18, con lo cual la participación de las mercaderías en las ventas totales bajó de 81% en Jun17 a 24% en Jun18, mientras que la participación de los préstamos subió de 19% en Jun17 a 76% en Jun18.

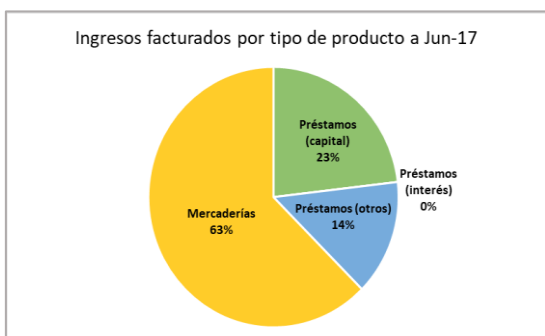


Con respecto a la composición de la cartera de créditos, la misma también se ha diversificado hacia el producto de préstamos en efectivo, debido a las mayores ventas y colocaciones de dicho producto crediticio, aunque el saldo de las mercaderías sigue ocupando la mayor participación en la cartera con 58% a Jun18, registrando una importante reducción con respecto al mismo periodo del año anterior, siendo de 96% en Jun17. Esta situación se debió al incremento de la participación de los préstamos de 4% en Jun17 a 28% en Jun18, así como también al aumento de las consolidaciones y refinanciaciones de deudas vencidas, cuya participación fue de 14% en Jun18.

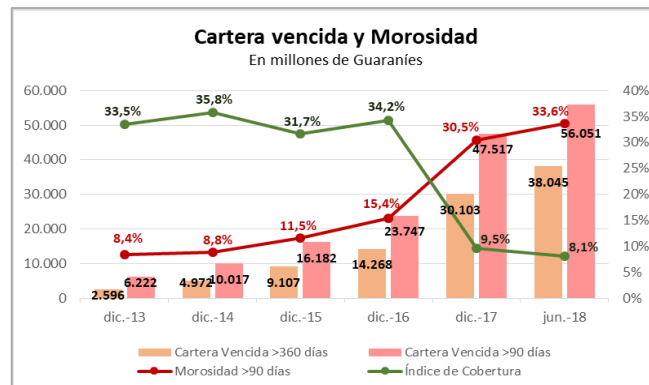


Si bien IBISAECA se encuentra aún en etapa de recuperación de las ventas y las cobranzas, así como una adaptación a las nuevas condiciones restrictivas de su mercado objetivo, luego de un periodo que ha derivado en un menor crecimiento del negocio, con alta morosidad de su cartera y con bajas tasas de rentabilidad, la empresa ha logrado fortalecer su estructura operativa reflejando una mayor capacidad de venta, mediante la diversificación de su cartera de productos crediticios.

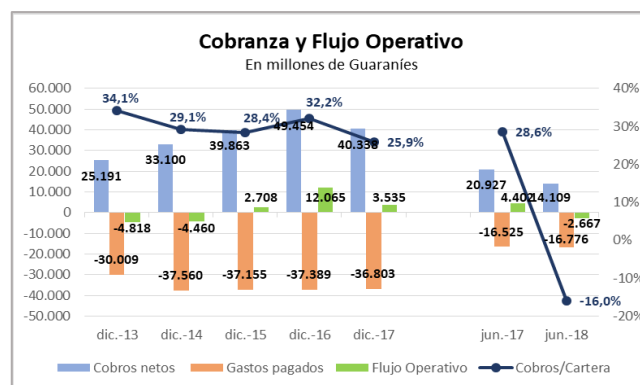
Esto ha generado un incremento de los ingresos facturados en el primer semestre del 2018, comparado con el mismo periodo del año anterior, registrando un aumento de 133% en los ingresos totales desde Gs. 25.723 millones en Jun17 a Gs. 59.880 millones en Jun18, debido principalmente al incremento de las préstamos en efectivo, lo que ha redituado en una mayor facturación en concepto de intereses y otros gastos cobrados por la concesión de los préstamos, aunque los intereses serán realizados en forma gradual, siguiendo el principio de lo devengado. Los ingresos por mercaderías respecto a los ingresos totales facturados, han bajado de 63% en Jun17 a 9% en Jun18, mientras que los ingresos por préstamos han subido de 23% en Jun17 a 57% en Jun18.



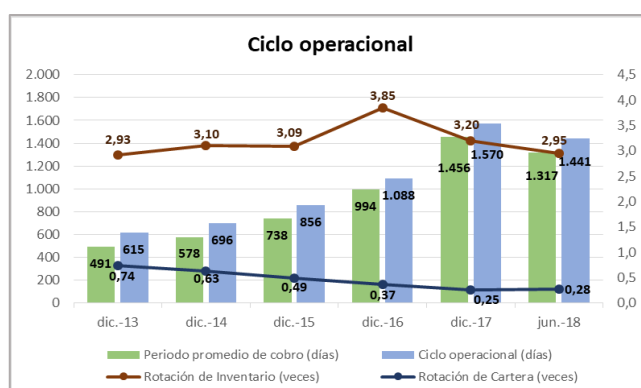
Sin embargo, la reducción de las cobranzas y de la recuperación de la cartera crediticia, ha generado el aumento de 100,1% de la cartera vencida >90 días en el 2017 desde Gs. 23.747 millones en Dic16 a Gs. 47.517 millones en Dic17, con el consecuente incremento de la morosidad de 15,4% en Dic16 a 30,5% en Dic17. En el primer semestre de 2018, la morosidad volvió a aumentar a 33,6% con una cartera vencida de Gs. 56.051 millones en Jun18. Este aumento estuvo dado por el deterioro y la maduración de la cartera vencida, ya que la cartera vencida >360 días se incrementó 111% en el 2017 desde Gs. 14.268 millones en Dic16 a Gs. 30.103 millones en Dic17, aumentando nuevamente en el primer semestre del 2018 en 26,4% a Gs. 38.045 millones en Jun18. Esta situación de deterioro de la cartera crediticia, está expuesta a un mayor riesgo debido a la falta de cobertura de provisiones, la cual disminuyó de 34,2% en Dic16 a 9,5% en Dic17 y a 8,1% en Jun18, siendo un nivel muy bajo para el tipo de negocio y para el promedio de la industria.



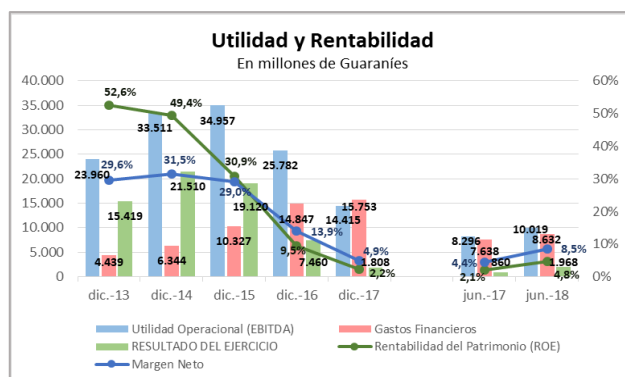
Las menores ventas y la reducción en las cobranzas netas, han generado una disminución de 18,4% de los cobros de efectivo realizados en el año 2017, de Gs. 49.454 millones en Dic16 a Gs. 40.338 millones en Dic17. Esta reducción de los ingresos operativos, ha generado una disminución de 70,7% del flujo de caja operativo en el 2017 desde Gs. 12.065 millones en Dic16 a Gs. 3.535 millones en Dic17. En el primer semestre del 2018, se registró un flujo de caja operativo negativo, debido a la reducción de 32,6% de las ventas netas comparado con el primer semestre del año anterior, bajando desde Gs. 20.927 millones en Jun17 a Gs. 14.109 millones en Jun18. Por consiguiente, el índice de cobrabilidad de la cartera, medido por el ratio de Cobros/Cartera, ha disminuido de 32,2% en Dic16 a 25,9% en Dic17 y a -16% en Jun18.



El ajustado flujo de caja operativo durante los últimos años, como resultado de la reducción en las cobranzas netas y los ingresos operativos, se ha reflejado en una menor rotación de inventarios y de cartera, lo cual ha derivado en el incremento del ciclo operacional de 1.088 días en Dic16 a 1.570 días en Dic17, con una leve reducción en el primer semestre del 2018 a 1.441 días. La rotación de inventarios ha bajado de 3,85 veces en Dic16 a 3,20 veces en Dic17 y a 2,95 veces en Jun18, mientras que la rotación de cartera ha disminuido de 0,37 veces en Dic16 a 0,25 veces en Dic17, con un leve incremento a 0,28 veces en Jun18, lo que se evidencia en un elevado promedio de cobro de 1.456 días en Dic17 y 1.317 días en Jun18, reflejando una lenta transformación de los inventarios y de la cartera crediticia en ingresos efectivos, debido principalmente a la situación restrictiva de su mercado objetivo.

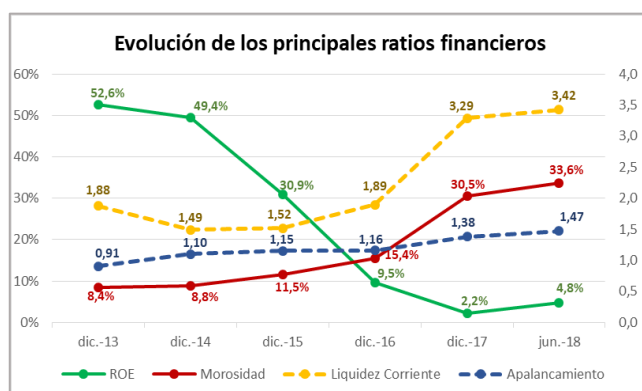


La disminución del crecimiento de las ventas durante los últimos años, ha ido generando una disminución en el Margen Neto en especial desde el 2015, de 29,0% en Dic15 a 4,9% en Dic17, a causa de la reducción de la Utilidad Operacional (EBITDA) de Gs. 34.957 millones en Dic15 a Gs. 14.415 millones en Dic17, registrando en el 2017 una reducción de 44,1% con respecto al año anterior de Gs. 25.782 millones en Dic16. Asimismo, debido principalmente al incremento de los Gastos Financieros en los últimos años, con un aumento de 254,9% desde Gs. 4.439 millones en Dic13 a Gs. 15.753 millones en Dic17, el índice de Rentabilidad del Capital (ROE) ha ido disminuyendo desde 52,6% en Dic13 a 2,2% en Dic17. En el primer semestre del 2018, la rentabilidad ha mejorado con respecto al primer semestre del año anterior, ya que el Margen Neto aumentó de 4,4% en Jun17 a 8,5% en Jun18, mientras que el ROE se incrementó de 2,1% en Jun17 a 4,8% en Jun18.



Aunque IBISAECA ha logrado consolidar su negocio en su nicho de mercado, su cartera de créditos aún se encuentra en una etapa de maduración, considerando la alta dependencia de la calidad de la cartera, a la posibilidad de realizar los descuentos de los salarios de los clientes, quienes son mayormente empleados públicos con escaso margen de ingreso disponible. Este esquema de libranzas es un mecanismo que brinda mayor seguridad en el recupero del capital, pero puede generar complicaciones cuando se producen retrasos prolongados en las cobranzas, ya que esta situación podría seguir afectando los flujos futuros de caja, así como también podría dificultar la capacidad de generar márgenes adecuados de rentabilidad. Además, la concentración de clientes en el sector público expone la cartera de la entidad a los riesgos de tipo político, que pueden limitar la capacidad de cobranza efectiva de los préstamos otorgados a este sector.

RISK MÉTRICA considera que IBISAECA posee al corte analizado, una adecuada solvencia patrimonial y un razonable nivel de endeudamiento, aunque dicho endeudamiento ha ido aumentando con mayores gastos financieros, lo que sumado a las menores ventas y cobros netos, ha comenzado a generar flujos de caja ajustados, así como también ha afectado la rentabilidad de la empresa en los últimos años. En el primer semestre del 2018, la empresa ha dado signos de una mayor capacidad de generar ventas y nuevos negocios, mediante la diversificación de su cartera de créditos, con una gestión más eficiente de cobranza y recuperación de los préstamos, lo cual será fundamental seguir reforzando para aumentar los ingresos operativos, y mantener una adecuada liquidez con elevado capital de trabajo, a fin de elevar la rotación de los inventarios y la cartera. Los indicadores de Liquidez y Rentabilidad han mejorado en el primer semestre del 2018, aunque la Morosidad y el Endeudamiento se han incrementado.



Los principales desafíos de IBISAECA para el 2018-2019 serán aumentar las ventas y mejorar la calidad de la cartera, a fin de continuar con la expansión y consolidación del negocio, en un mercado muy competitivo y sensible a la coyuntura económica y política. Un desafío adicional para IBISAECA será continuar con la diversificación del portafolio de productos y servicios, a fin de abarcar otros segmentos de clientes menos vulnerables a los ciclos económicos. Asimismo, será un factor clave aumentar las provisiones sobre los créditos incobrables, mediante un régimen de provisiones acorde a la maduración de la cartera morosa, a fin de generar una mayor cobertura de la cartera vencida, lo cual será fundamental para brindar un mayor respaldo a la solvencia patrimonial de la empresa.

## FLUJO DE CAJA PROYECTADO 2018-2026

IBISAECA proyecta un flujo de caja basado en la generación de ingresos operativos, producto de un crecimiento esperado de las ventas. De esta forma, está previsto que el flujo operativo sea la principal fuente de financiamiento durante los próximos años, a fin de cubrir los requerimientos de capital operativo y las amortizaciones de deuda.

FLUJO DE CAJA (En millones de Gs.)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Cobranza de ventas realizadas	93.720	60.054	29.220	22.410	19.914	18.630	18.225	17.808	17.473
Cobranza de ventas proyectadas	33.783	124.543	168.205	191.041	210.584	228.930	248.564	268.785	287.044
(-) Atraso proyectado	-18.435	-22.862	-17.802	-19.082	-16.595	-16.351	-15.972	-17.056	-17.862
<b>Total ingresos por cobranzas</b>	<b>109.068</b>	<b>161.735</b>	<b>179.623</b>	<b>194.369</b>	<b>213.903</b>	<b>231.209</b>	<b>250.817</b>	<b>269.537</b>	<b>286.655</b>
Ventas al contado	334	350	368	386	405	426	447	470	493
Compra de cartera	2.126	924	---	---	---	---	---	---	---
<b>Total Ingresos Operativos</b>	<b>111.528</b>	<b>163.009</b>	<b>179.991</b>	<b>194.755</b>	<b>214.308</b>	<b>231.635</b>	<b>251.264</b>	<b>270.007</b>	<b>287.148</b>
Desembolso de créditos	66.022	85.544	95.553	105.543	114.453	124.839	137.042	147.773	159.445
Gastos de ventas	19.410	20.695	22.561	24.736	27.297	29.926	32.859	35.709	38.779
Pago a proveedores por mercaderías	8.219	8.981	10.571	11.423	12.403	13.709	15.555	16.618	17.121
Costo por servicios	5.842	7.859	8.763	9.586	10.633	11.700	12.898	13.806	14.592
Pago de dividendos	1.808	4.942	5.228	5.216	9.782	10.933	13.285	15.863	17.407
Adquisición de activos fijos	508	477	3.476	3.329	3.347	6.367	389	413	439
Pago de impuestos	5.300	8.072	7.073	6.857	7.981	8.804	10.227	11.293	11.774
<b>Total Egresos Operativos</b>	<b>107.109</b>	<b>136.570</b>	<b>153.225</b>	<b>166.690</b>	<b>185.896</b>	<b>206.278</b>	<b>222.255</b>	<b>241.475</b>	<b>259.557</b>
<b>FLUJO OPERATIVO</b>	<b>4.419</b>	<b>26.439</b>	<b>26.766</b>	<b>28.065</b>	<b>28.412</b>	<b>25.357</b>	<b>29.009</b>	<b>28.532</b>	<b>27.591</b>
Financiamiento bancario	25.625	27.000	22.000	12.000	12.000	8.000	--	--	--
Emisión de bonos	20.000	--	--	--	--	--	--	--	--
<b>Total Ingresos Financieros</b>	<b>45.625</b>	<b>27.000</b>	<b>22.000</b>	<b>12.000</b>	<b>12.000</b>	<b>8.000</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Amortización de Deuda bancaria	33.718	29.184	28.773	22.223	21.682	15.586	6.079	2.079	0
Amortización de Bonos (capital + intereses)	18.454	23.553	19.359	17.300	19.480	17.730	16.197	14.283	9.275
Gastos bancarios y bursátiles	834	114	127	141	158	177	200	226	258
<b>Total Egresos Financieros</b>	<b>53.006</b>	<b>52.851</b>	<b>48.259</b>	<b>39.664</b>	<b>41.320</b>	<b>33.493</b>	<b>22.476</b>	<b>16.588</b>	<b>9.533</b>
<b>FLUO FINANCIERO</b>	<b>-7.381</b>	<b>-25.851</b>	<b>-26.259</b>	<b>-27.664</b>	<b>-29.320</b>	<b>-25.493</b>	<b>-22.476</b>	<b>-16.588</b>	<b>-9.533</b>
<b>FLUJO DE CAJA</b>	<b>-2.962</b>	<b>588</b>	<b>507</b>	<b>401</b>	<b>-908</b>	<b>-136</b>	<b>6.533</b>	<b>11.944</b>	<b>18.058</b>
Saldo Inicial	8.233	5.271	5.859	6.366	6.767	5.859	5.723	12.256	24.200
<b>FLUJO FINAL</b>	<b>5.271</b>	<b>5.859</b>	<b>6.366</b>	<b>6.767</b>	<b>5.859</b>	<b>5.723</b>	<b>12.256</b>	<b>24.200</b>	<b>42.258</b>

Se espera un flujo financiero negativo durante el periodo proyectado, a consecuencia de la reducción de las deudas financieras y el aumento de los egresos en concepto de pagos y amortizaciones de capital e intereses. Por este motivo, se espera que el flujo neto de caja sea muy ajustado durante los próximos años, para luego ir incrementando en la medida que aumenten los ingresos operativos. Esta alta dependencia del flujo operativo, se debe a la política de la empresa de ir disminuyendo sus niveles de endeudamiento, con el objetivo de balancear su estructura de fondeo con su estructura operacional, a fin de optimizar el uso de los recursos financieros y de esa forma poder elevar los márgenes de utilidad bruta y operacional.

## RESUMEN DE LAS CARACTERÍSTICAS DEL INSTRUMENTO

<b>PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL (PEG) G2</b>	
Autorización de la CNV	Resolución N° 23 E/14 de fecha 15 de Abril de 2014
Denominación	G2
Tipo	Bonos
Monto y Moneda	Gs. 15.000.000.000.- (Guaraníes Quince Mil Millones)
Cortes mínimos	Gs. 1.000.000.- (Guaraníes Un Millón)
Plazo de emisión	Entre 1 y 5 años
Garantía	Garantía Común
Pago de capital e interés	Al vencimiento y trimestral vencido
Rescate anticipado	De acuerdo a lo establecido en la Res. BVPASA N° 1.013/11
Destino de los fondos	Capital operativo
Agente intermediario	VALORES Casa de Bolsa S.A.

<b>Programa de Emisión Global PEG G2: Monto autorizado Gs. 15.000.000.000.-</b>								
Fecha	Serie	Emitido Gs.	Colocado Gs.	Vencido Gs.	Tasa anual	Fecha Vto.	Plazo Años	Vigente Gs.
30-abr-14	1	819.000.000	819.000.000	0	18,0%	29-abr-19	5,0	819.000.000
30-abr-14	2	2.181.000.000	2.181.000.000	0	17,0%	29-abr-19	5,0	2.181.000.000
07-jun-14	3	3.000.000.000	3.000.000.000	0	17,0%	05-jun-19	5,0	3.000.000.000
04-ago-14	4	3.000.000.000	3.000.000.000	0	16,0%	02-ago-19	5,0	3.000.000.000
24-oct-14	5	3.000.000.000	3.000.000.000	3.000.000.000	14,5%	23-oct-17	3,0	0
11-feb-15	6	3.000.000.000	3.000.000.000	0	15,5%	10-feb-20	5,0	3.000.000.000
		<b>15.000.000.000</b>	<b>15.000.000.000</b>	<b>3.000.000.000</b>				<b>12.000.000.000</b>

Este Programa de Emisión, junto con todas las emisiones vigentes y la deuda financiera total, fueron considerados para evaluar la capacidad de pago y la solvencia de IBISAECA, de acuerdo a la situación financiera actual de la empresa y al Flujo de Caja Proyectado. De esta forma, se ha evaluado el impacto de estas emisiones de bonos, sobre los principales indicadores de Liquidez, Solvencia y Rentabilidad, a fin de determinar la importancia relativa del endeudamiento de la empresa, sobre la generación de utilidades y la sostenibilidad del negocio.

Como resultado del análisis y la proyección de distintos escenarios, se puede concluir que IBISAECA cuenta con escaso margen para seguir apalancando el negocio, considerando que los gastos financieros han adquirido un peso relevante en la estructura de costos, afectando la capacidad de generación de futuras utilidades operativas. Esto sumado a las dificultades para generar ingresos operativos, debido a las limitaciones para aumentar las cobranzas de la cartera crediticia.

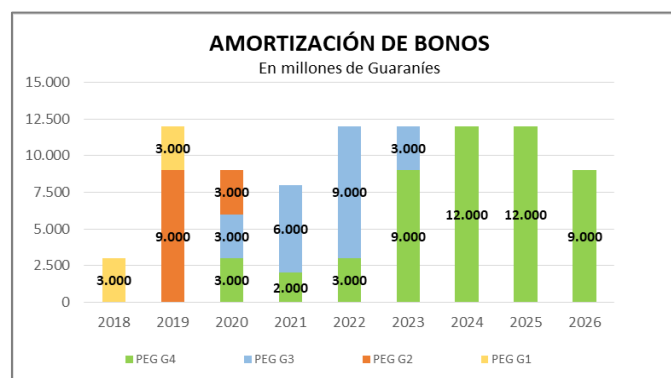
En la medida que las ventas vayan aumentando y se vaya amortizando parte de la deuda financiera, se podrán evaluar nuevos escenarios para determinar la posibilidad de nuevo financiamiento. Por tanto, la principal fuente de capital operativo serán los ingresos operativos, lo cual está previsto en la proyección del Flujo de Caja de la empresa.

## ANTECEDENTES DE LAS EMISIONES VIGENTES

Desde su inscripción como emisor de deuda en la Comisión Nacional de Valores en el año 2012, IBISAECA ha sido un activo participante del mercado de capitales. La empresa ha emitido y colocado un total de 4 Programas de Emisión de Bonos por un total de Gs. 98.000 millones, cuyo saldo de capital vigente es de Gs. 89.000 millones. El último Programa PEG G4 por Gs. 50.000 millones fue emitido en 17 series alcanzando una colocación total de Gs. 50.000 millones.

El Programa de Emisión Global PEG G1 fue emitido en el año 2013 por un total de Gs. 12.000 millones en 4 series de Gs. 3.000 millones cada serie, de las cuales ya fueron amortizadas las Series 1 y 2, quedando un saldo vigente de Gs. 6.000 millones. El Programa de Emisión Global PEG G2 fue emitido en el año 2014 por un total de Gs. 15.000 millones en 6 series, siendo la serie 1 por Gs. 819 millones, la serie 2 por Gs. 2.181 millones y las otras 4 series por Gs. 3.000 millones cada una. El Programa de Emisión Global PEG G3 fue emitido en el año 2015 por un total de Gs. 18.000 millones en 7 series. Al corte analizado, el saldo total de la Deuda Bursátil incluyendo capital e intereses devengados fue de Gs. 89.380 millones.

Programa	Año de Emisión	Monto Emitido	Pagado	Saldo Vigente
PEG G1	2.013	12.000.000.000	6.000.000.000	6.000.000.000
PEG G2	2.014	15.000.000.000	3.000.000.000	12.000.000.000
PEG G3	2.015	21.000.000.000	0	21.000.000.000
PEG G4	2.017	30.000.000.000	0	30.000.000.000
PEG G4	2.018	20.000.000.000	0	20.000.000.000
<b>TOTAL DEUDA</b>		<b>98.000.000.000</b>	<b>9.000.000.000</b>	<b>89.000.000.000</b>



## RESUMEN DE CARTERA Y RATIOS FINANCIEROS

Empresa Izaguirre Barrail Inversora S.A.E.C.A. - IBISAECA									
PRINCIPALES RATIOS	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	Var%	jun-17	jun-18	Var%
<b>CARTERA</b>									
Cartera de Créditos	73.787	113.877	140.448	153.810	155.734	1,3%	154.120	166.685	8,2%
Previsiones	0	1.500	3.038	6.038	2.450	-59,4%	6.038	2.450	-59,4%
Cartera Neta de Créditos	73.787	112.377	137.410	147.772	153.284	3,7%	148.082	164.235	10,9%
Cartera Neta/Activo Total	86,59%	82,21%	78,70%	80,03%	76,72%	-4,1%	78,79%	77,83%	-1,2%
Cartera vencida >90 días	6.222	10.017	16.182	23.747	47.517	100,1%	32.535	56.051	72,3%
Morosidad >90 días	8,43%	8,80%	11,52%	15,44%	30,51%	97,6%	21,11%	33,63%	59,3%
Reserva para Previsión	2.086	2.086	2.086	2.086	2.086	0,0%	2.086	2.086	0,0%
Índice de Cobertura	33,53%	35,80%	31,66%	34,21%	9,55%	-72,1%	24,97%	8,09%	-67,6%
<b>LIQUIDEZ</b>									
Liquidez Corriente	1,88	1,49	1,52	1,89	3,29	73,4%	2,74	3,42	25,1%
Prueba Ácida	1,68	1,36	1,42	1,82	3,22	76,3%	2,67	3,36	25,8%
Ratio de Efectividad	0,14	0,07	0,10	0,07	0,20	212,0%	0,12	0,16	33,5%
Capital de Trabajo	23.755	22.236	28.766	48.498	91.993	89,7%	75.960	97.779	28,7%
Índice de Capital de Trabajo	27,88%	16,27%	16,47%	26,26%	46,04%	75,3%	40,42%	46,34%	14,6%
<b>GESTIÓN</b>									
Rotación de Inventario	2,93	3,10	3,09	3,85	3,20	-16,9%	3,06	2,95	-3,5%
Rotación de Cartera	0,74	0,63	0,49	0,37	0,25	-31,8%	0,26	0,28	8,1%
Ciclo Operacional (en días)	615	696	856	1.088	1.570	44,3%	1.543	1.441	-6,6%
Periodo promedio de cobro (en días)	491	578	738	994	1.456	46,6%	1.424	1.317	-7,5%
Periodo promedio de pago (en días)	205	177	184	183	331	80,3%	289	411	41,8%
Rotación de Activos Operacionales	0,69	0,61	0,49	0,37	0,25	-32,9%	0,26	0,28	5,7%
Índice de Activos Operacionales	92,70%	86,58%	81,91%	82,10%	78,13%	-4,8%	80,37%	79,12%	-1,6%
Apalancamiento Operativo	1,75	1,69	1,59	1,92	1,78	-7,0%	1,92	2,02	5,2%
<b>ENDEUDAMIENTO</b>									
Solvencia (Recursos propios)	52,49%	47,57%	46,44%	46,36%	42,06%	-9,3%	44,25%	40,51%	-8,4%
Endeudamiento	47,51%	52,43%	53,56%	53,64%	57,94%	8,0%	55,75%	59,49%	6,7%
Apalancamiento	0,91	1,10	1,15	1,16	1,38	19,1%	1,26	1,47	16,6%
Apalancamiento Financiero	2,37	2,63	3,15	5,25	16,73	218,6%	16,56	11,33	-31,6%
Cobertura de Gastos Financieros	5,09	4,97	3,17	1,47	1,07	-27,3%	1,04	1,09	5,4%
Cobertura de las Obligaciones	0,56	0,44	0,35	0,22	0,15	-34,0%	0,15	0,15	-0,6%
Deuda Total/EBITDA	1,69	2,14	2,68	3,84	8,03	109,1%	12,63	12,53	-0,8%
Gastos Financieros/EBITDA	18,53%	18,93%	29,54%	57,59%	109,28%	89,8%	92,07%	86,16%	-6,4%
<b>RENTABILIDAD</b>									
Rentabilidad del Activo (ROA)	18,10%	15,74%	10,95%	4,04%	0,90%	-77,6%	0,92%	1,87%	103,8%
Rentabilidad del Patrimonio (ROE)	52,61%	49,43%	30,86%	9,55%	2,20%	-77,0%	2,12%	4,79%	125,8%
Margen Bruto	72,24%	74,30%	75,05%	73,98%	76,84%	3,9%	77,03%	82,58%	7,2%
Margen Operacional (EBITDA)	43,65%	46,62%	50,31%	45,63%	36,93%	-19,1%	41,99%	43,39%	3,3%
Margen Neto	29,57%	31,50%	28,96%	13,89%	4,87%	-64,9%	4,35%	8,52%	95,8%
Rentabilidad del Activo Operacional	30,33%	28,32%	24,44%	17,01%	9,23%	-45,7%	10,98%	12,00%	9,3%
Eficiencia Operacional	39,57%	37,26%	32,97%	38,32%	51,93%	35,5%	45,49%	47,46%	4,3%
Gastos de Administración/EBITDA	26,27%	22,58%	18,63%	23,80%	50,30%	111,4%	35,19%	41,14%	16,9%
Costo de Mercaderías/Ventas	27,76%	25,70%	24,95%	26,02%	23,16%	-11,0%	22,97%	17,42%	-24,2%

## CUADRO COMPARATIVO DEL BALANCE Y ESTADO DE RESULTADO

Empresa Izaguirre Barrail Inversora S.A.E.C.A. - IBISAECA									
En millones de Guaraníes									
BALANCE	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	Var%	jun-17	jun-18	Var%
Disponibilidades	3.870	2.990	5.503	3.554	8.234	131,7%	5.263	6.478	23,1%
Créditos	41.351	57.557	71.562	93.446	115.932	24,1%	105.619	124.094	17,5%
Previsiones	0	0	-817	-3.274	-384	-88,3%	-2.560	-420	-83,6%
Inventarios	5.207	5.964	5.608	3.818	2.824	-26,0%	2.966	2.723	-8,2%
Otros	406	816	2.373	5.164	5.640	9,2%	8.408	5.226	-37,8%
<b>Activo Corriente</b>	<b>50.834</b>	<b>67.327</b>	<b>84.229</b>	<b>102.708</b>	<b>132.246</b>	<b>28,8%</b>	<b>119.696</b>	<b>138.101</b>	<b>15,4%</b>
Créditos	32.436	56.320	68.886	60.364	39.802	-34,1%	48.501	42.591	-12,2%
Previsiones	0	-1.500	-2.221	-2.764	-2.066	-25,3%	-3.478	-2.030	-41,6%
Bienes de uso	1.829	14.459	20.180	21.742	21.847	0,5%	21.513	21.453	-0,3%
Otros	112	83	3.531	2.599	7.979	207,0%	1.715	10.905	535,9%
<b>Activo No Corriente</b>	<b>34.377</b>	<b>69.362</b>	<b>90.376</b>	<b>81.941</b>	<b>67.562</b>	<b>-17,5%</b>	<b>68.251</b>	<b>72.919</b>	<b>6,8%</b>
<b>ACTIVO TOTAL</b>	<b>85.211</b>	<b>136.689</b>	<b>174.605</b>	<b>184.649</b>	<b>199.808</b>	<b>8,2%</b>	<b>187.947</b>	<b>211.020</b>	<b>12,3%</b>
Deuda Comercial	9.275	12.301	11.123	7.596	3.116	-59,0%	3.740	2.421	-35,3%
Deuda Financiera	14.904	30.630	40.806	41.763	28.350	-32,1%	31.384	22.250	-29,1%
Deuda Bursátil	1.399	1.221	3.000	3.335	7.218	116,4%	7.030	13.360	90,0%
Otros	1.501	939	534	1.516	1.569	3,5%	1.582	2.291	44,8%
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>27.079</b>	<b>45.091</b>	<b>55.463</b>	<b>54.210</b>	<b>40.253</b>	<b>-25,7%</b>	<b>43.736</b>	<b>40.322</b>	<b>-7,8%</b>
Deuda Financiera	3.124	2.460	4.542	1.930	9.600	397,4%	808	8.807	990,0%
Deuda Bursátil	10.283	23.456	33.000	42.000	65.404	55,7%	59.558	76.020	27,6%
Otros	0	657	513	900	519	-42,3%	685	391	-42,9%
<b>Pasivo No Corriente</b>	<b>13.407</b>	<b>26.573</b>	<b>38.055</b>	<b>44.830</b>	<b>75.523</b>	<b>68,5%</b>	<b>61.051</b>	<b>85.218</b>	<b>39,6%</b>
<b>PASIVO TOTAL</b>	<b>40.486</b>	<b>71.664</b>	<b>93.518</b>	<b>99.040</b>	<b>115.776</b>	<b>16,9%</b>	<b>104.787</b>	<b>125.540</b>	<b>19,8%</b>
Capital	25.000	38.000	55.000	70.000	73.000	4,3%	73.000	73.000	0,0%
Reservas	4.306	5.515	6.967	8.149	9.224	13,2%	8.149	9.224	13,2%
Resultado acumulado	0	0	0	0	0	---	1.151	1.288	11,9%
Resultado del Ejercicio	15.419	21.510	19.120	7.460	1.808	-75,8%	860	1.968	128,8%
<b>PATRIMONIO NETO</b>	<b>44.725</b>	<b>65.025</b>	<b>81.087</b>	<b>85.609</b>	<b>84.032</b>	<b>-1,8%</b>	<b>83.160</b>	<b>85.480</b>	<b>2,8%</b>
RESULTADO	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	Var%	jun-17	jun-18	Var%
Ventas Netas	54.888	71.887	69.484	56.504	39.030	-30,9%	19.757	23.091	16,9%
Costo de Mercaderías	-15.236	-18.474	-17.336	-14.704	-9.041	-38,5%	-4.539	-4.023	-11,4%
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>39.652</b>	<b>53.413</b>	<b>52.148</b>	<b>41.800</b>	<b>29.989</b>	<b>-28,3%</b>	<b>15.218</b>	<b>19.068</b>	<b>25,3%</b>
Gastos de Ventas	-9.397	-12.335	-10.680	-9.883	-8.323	-15,8%	-4.003	-4.927	23,1%
Gastos de Administración	-6.295	-7.567	-6.511	-6.135	-7.251	18,2%	-2.919	-4.122	41,2%
<b>Utilidad Operacional (EBITDA)</b>	<b>23.960</b>	<b>33.511</b>	<b>34.957</b>	<b>25.782</b>	<b>14.415</b>	<b>-44,1%</b>	<b>8.296</b>	<b>10.019</b>	<b>20,8%</b>
Previsiones	-966	-1.500	-1.500	-3.028	3.575	-218,1%	0	0	---
Depreciación	-387	-491	-740	-957	-1.175	22,8%	-360	-570	58,3%
<b>Utilidad Operacional Neta (UAI)</b>	<b>22.607</b>	<b>31.520</b>	<b>32.717</b>	<b>21.797</b>	<b>16.815</b>	<b>-22,9%</b>	<b>7.936</b>	<b>9.449</b>	<b>19,1%</b>
Gastos Financieros	-4.439	-6.344	-10.327	-14.847	-15.753	6,1%	-7.638	-8.632	13,0%
<b>Utilidad Ordinaria</b>	<b>18.168</b>	<b>25.176</b>	<b>22.390</b>	<b>6.950</b>	<b>1.062</b>	<b>-84,7%</b>	<b>298</b>	<b>817</b>	<b>174,2%</b>
Ingresos No Operativos	0	0	0	2.004	1.328	-33,7%	785	1.241	58,1%
<b>Utilidad Antes de Impuestos (UAI)</b>	<b>18.168</b>	<b>25.176</b>	<b>22.390</b>	<b>8.954</b>	<b>2.390</b>	<b>-73,3%</b>	<b>1.083</b>	<b>2.058</b>	<b>90,0%</b>
Impuesto a la Renta	-1.937	-2.534	-2.264	-1.103	-488	-55,8%	-223	-90	-59,6%
<b>UTILIDAD NETA</b>	<b>16.231</b>	<b>22.642</b>	<b>20.126</b>	<b>7.851</b>	<b>1.902</b>	<b>-75,8%</b>	<b>860</b>	<b>1.968</b>	<b>128,8%</b>
Reserva Legal	-812	-1.132	-1.006	-391	-94	-76,0%	0	0	---
<b>RESULTADO DEL EJERCICIO</b>	<b>15.419</b>	<b>21.510</b>	<b>19.120</b>	<b>7.460</b>	<b>1.808</b>	<b>-75,8%</b>	<b>860</b>	<b>1.968</b>	<b>128,8%</b>

La publicación de la Calificación de Riesgos de Empresa Izaguirre Barrail Inversora S.A.E.C.A. (IBISAECA) para su Programa de Emisión Global G2, se realiza conforme a lo dispuesto por la Ley N° 3.899/09 y Resolución CNV N° 1.241/09.

Corte de calificación:	30 de Junio de 2018
Fecha de calificación:	19 de Noviembre de 2018
Fecha de publicación:	19 de Noviembre de 2018
Calificadora:	RISKMÉTRICA S.A. Calificadora de Riesgos Herrera 1.341 casi Paí Perez – Asunción Tel: (021) 201-321 Cel 0981-414481 Email: <a href="mailto:info@riskmetrica.com.py">info@riskmetrica.com.py</a>

Empresa Izaguirre Barrail Inversora S.A.E.C.A. IBISAECA	CALIFICACIÓN LOCAL	
	CATEGORÍA	TENDENCIA
<b>Programa de Emisión Global G2</b>	<b>pyBBB+</b>	<b>Fuerte (+)</b>
BBB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.		

***“La calificación de riesgo no constituye una sugerencia o recomendación para comprar, vender, mantener un determinado valor o realizar una inversión, ni un aval o garantía de una inversión, emisión o su emisor.”***

Mayor información sobre esta calificación en:

[www.riskmetrica.com.py](http://www.riskmetrica.com.py)

#### **Información general sobre la calificación de IBISAECA**

- 1) Esta calificación está basada en la metodología de evaluación de riesgos, establecida en el Manual de Empresas Emisoras y/o Emisiones de Acciones y Deudas, el cual está disponible en la página web de RISKMÉTRICA.
- 2) Esta calificación no constituye una auditoría externa, ni un proceso de debida diligencia, y se basó exclusivamente en información pública y en la provisión de datos por parte de IBISAECA, por lo cual RISKMÉTRICA no garantiza la veracidad de dichos datos ni se hace responsable por errores u omisiones que los mismos pudieran contener. Asimismo, está basada en los Estados Financieros auditados al 31 de Diciembre 2017 por la firma BCA Benitez Cudas & Asociados y en los Estados Financieros al 30 de Junio de 2018 proveído por IBISAECA.
- 3) RISKMÉTRICA utiliza en sus calificaciones el uso de signos (+/-), entre las escalas de calificación AA y B. La asignación del signo a la calificación final, por parte del Comité de Calificación, está fundada en el análisis cualitativo y cuantitativo del riesgo, advirtiéndose una posición relativa de menor (+) o mayor (-) riesgo dentro de cada categoría, en virtud a su exposición a los distintos factores de riesgo evaluados de conformidad con la metodología de calificación.

Aprobado por: <b>Comité de Calificación</b> Riskmétrica S.A. Calificadora de Riesgos	Elaborado por: <b>Lic. Silvia Ramírez</b> Analista de Riesgos
--	---