

## INFORME DE ACTUALIZACIÓN

Fecha de Corte al 31 de Diciembre de 2018

### Empresa Izaguirre Barrail Inversora S.A.E.C.A. IBISAECA – Programa de Emisión Global PEG G4

Calificación sobre la Emisión y la Solvencia del Emisor			
PEG G4	ACTUALIZACIÓN	ACTUALIZACIÓN	ACTUALIZACIÓN
Fecha de Corte	31-Dic-2017	30-Jun-2018	31-Dic-2018
Solvencia	pyBBB+	pyBBB+	pyBBB+
Tendencia	Estable	Fuerte (+)	Fuerte (+)

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 o su emisor.*

## FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN

### ANÁLISIS DE SOLVENCIA DEL EMISOR

RISK MÉTRICA mantiene la Calificación de **pyBBB+** con tendencia **Fuerte (+)**, asignada a la Solvencia de la Empresa Izaguirre Barrail Inversora S.A.E.C.A. (IBISAECA) y al Programa de Emisión Global (PEG) G4, con fecha de corte al 31 de Diciembre de 2018, en base a los siguientes aspectos que inciden mayormente sobre el perfil de riesgo de la empresa, considerando su evolución dinámica durante los últimos años:

PRINCIPALES FORTALEZAS
Adecuado nivel de solvencia patrimonial durante los últimos años, mediante la constante capitalización de utilidades y una prudente política de reservas.
Adecuados niveles de endeudamiento y apalancamiento, con flexibilidad de fondeo y con menor concentración de la deuda en el corto plazo, aunque dichos indicadores han registrado una tendencia creciente durante los últimos años, debido a las nuevas emisiones de Bonos, siendo ésta la principal fuente de financiamiento para capital operativo.
Adecuados índices de liquidez con elevado nivel de capital de trabajo durante los últimos años, debido a la menor concentración de la deuda de corto plazo, aunque se han ido registrando flujos operativos de caja más ajustados, a pesar del incremento de las cobranzas en el año 2018.
Implementación del criterio contable del reconocimiento de intereses de los préstamos otorgados conforme al principio de lo devengado, de conformidad con el flujo de recuperación de los créditos, lo que ha generado mayor fidelidad de los estados financieros y patrimoniales de la empresa.

Aumento de los ingresos por ventas y de la cartera de créditos en el 2018, lo que ha generado un importante incremento de los márgenes de utilidad y los indicadores de rentabilidad de la empresa, al corte analizado.

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.

### **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 la disminución de las ventas y de las cobranzas durante periodo 2015-2017, generando menores ingresos operativos en relación con el volumen de las operaciones, lo que sumado a la implementación del devengamiento de intereses, ha derivado en el aumento del apalancamiento operativo en el 2018.

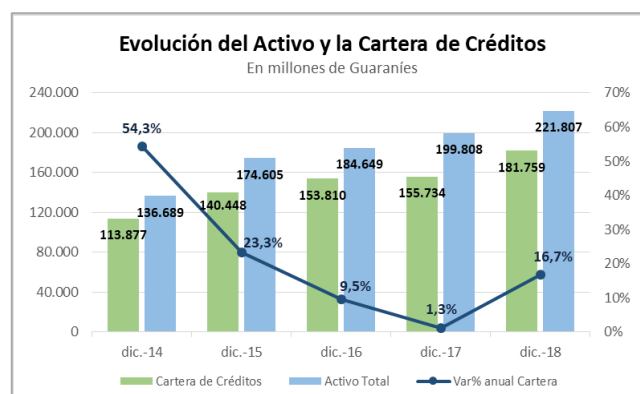
Aumento de la estructura de costos en los últimos años, especialmente de los gastos operativos y de los costos financieros, esto último debido al mayor endeudamiento durante los últimos años, lo que ha generado un elevado apalancamiento financiero y un ajustado flujo de caja operativo, aunque los indicadores de eficiencia se encuentran en niveles razonables para el tipo de negocio, registrando una mejora en el 2018.

La Categoría de **pyBBB+** se sustenta en la adecuada solvencia patrimonial y el razonable nivel de endeudamiento de la empresa, así como en el crecimiento y la consolidación del negocio durante los últimos años, registrando un importante crecimiento de los ingresos por ventas netas en el 2018, con un mejor desempeño financiero con respecto a los años anteriores, luego de pasar por un periodo de dificultades en los años 2016 y 2017, debido a la 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, a través de la implementación de una adecuada política de diversificación de sus operaciones, hacia otros segmentos de clientes, mediante la venta de créditos en efectivo, bajo condiciones más flexibles y favorables para los funcionarios públicos, acompañado de ajustes en las políticas 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, lo que ha representado una mayor carga financiera para la empresa, el Patrimonio también se ha incrementado mediante constantes capitalizaciones de utilidades, manteniendo un adecuado nivel de solvencia patrimonial.

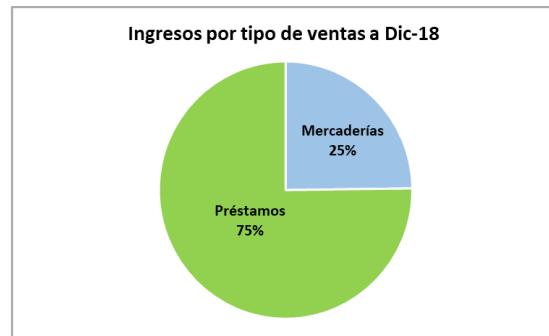
La **Tendencia Fuerte (+)** refleja las favorables expectativas sobre la situación global de IBISAECA, debido a los buenos resultados financieros obtenidos en el 2018, mediante la implementación de importantes ajustes en la gestión crediticia y en la estructura operativa, siendo estos aspectos cualitativos fundamentales para el fortalecimiento de los indicadores de eficiencia y rentabilidad, a través de una mayor optimización de la estructura de costos, logrando un incremento de las ventas y las cobranzas, comparado con el año anterior. Otro factor que refleja una mejor perspectiva para el negocio, consiste en la contención de la morosidad durante el año 2018, lo que se ha evidenciado en una leve reducción de la cartera vencida con respecto al año anterior, a pesar del importante incremento de la cartera crediticia total.

Sin embargo, el principal factor de riesgo sigue siendo la alta concentración de la cartera de créditos en el segmento de funcionarios públicos, vinculados a descuentos de salarios que han sido afectados por el blindaje establecido por el Gobierno, cuyos perfiles crediticios son más vulnerables a los ciclos económicos, lo que podría debilitar la calidad de los activos de la empresa, en caso de persistir y agravarse esta situación. Al respecto, cabe señalar que para mitigar este riesgo, se han realizado ajustes en la gestión crediticia para una mejor selección de los clientes, así como también se ha reforzado la gestión de cobranzas, implementando otras opciones de cobro por vía judicial y extrajudicial, y a través de la creación de un Call Center especializado en la gestión de telecobranzas. 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.

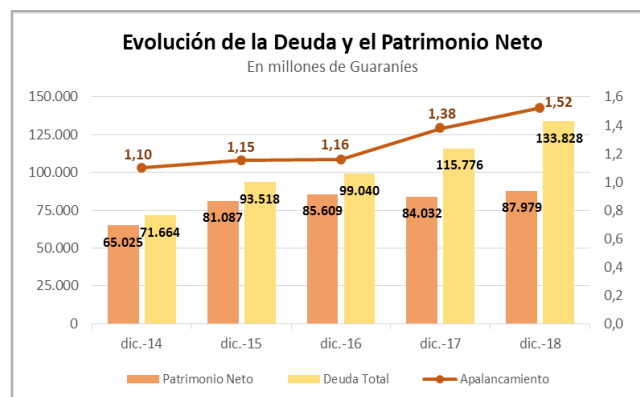
En los últimos años, IBISAECA ha ido registrando menores tasas de crecimiento de su cartera de créditos y sus activos, especialmente en los años 2016 y 2017 como resultado del blindaje salarial de los funcionarios públicos, lo que no sólo dificultó la cobranza sino también la colocación y venta de las mercaderías. De esta forma, el crecimiento de la cartera crediticia ha bajado de 54,3% en Dic14 y 23,3% en Dic15, a tasas bajas de 9,5% en Dic16 y 1,3% en Dic17, registrando una recuperación en el 2018 con un crecimiento de 16,7% desde Gs. 155.734 millones en Dic17 a Gs. 181.759 millones en Dic18. Asimismo, los activos se incrementaron 11,0% en el 2018 de Gs. 199.808 millones en Dic17 a Gs. 221.807 millones en Dic18.



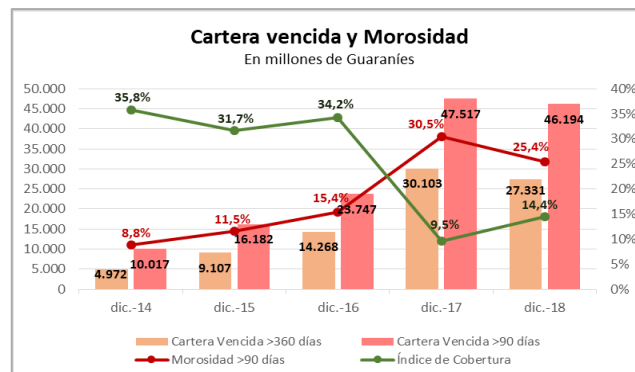
Las operaciones de IBISAECA se han diversificado en el 2018, a través de una gestión estratégica enfocada mayormente en la venta de créditos, y en menor medida en la venta de electrodomésticos, mediante la implementación de productos crediticios dirigidos hacia un sector de los funcionarios públicos con mejor perfil crediticio. Asimismo, la cartera de créditos se ha diversificado hacia otros segmentos de clientes, como las PyMes a través de descuentos de cheques y préstamos comerciales, así como los préstamos a Asociaciones de Empleados y los créditos minoristas de consumo. De esta forma, la participación de los ingresos por ventas de mercaderías disminuyó de 60% en Dic17 a 25% en Dic18, mientras que los ingresos por ventas de préstamos aumentaron de 40% en Dic17 a 75% en Dic18.



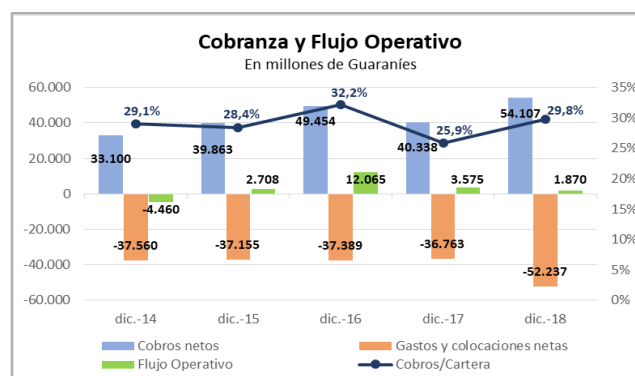
Como todo negocio en crecimiento y expansión, IBISAECA ha tenido que apalancarse con un mayor endeudamiento durante los últimos años, sobre todo considerando que la diversificación de las ventas hacia los préstamos en efectivo, ha demandado mayor utilización de capital intensivo, el cual ha sido financiado mayormente con deuda financiera. El incremento del endeudamiento durante los últimos años, ha derivado en el aumento del índice de Apalancamiento, medido por el ratio de Deuda Total/Patrimonio Neto, el cual ha ido subiendo desde 1,10 en Dic14 a 1,38 en Dic17, con un nuevo incremento a 1,52 en Dic18, aunque este nivel de endeudamiento sigue siendo razonable para el volumen de las operaciones y el ritmo de crecimiento del negocio. La Deuda Total ha aumentado 15,6% en el 2018 desde Gs. 115.776 millones en Dic17 a Gs. 133.828 millones en Dic18, mientras que el Patrimonio Neto ha aumentado 4,7% desde Gs. 84.032 millones en Dic17 a Gs. 87.979 millones en Dic18.



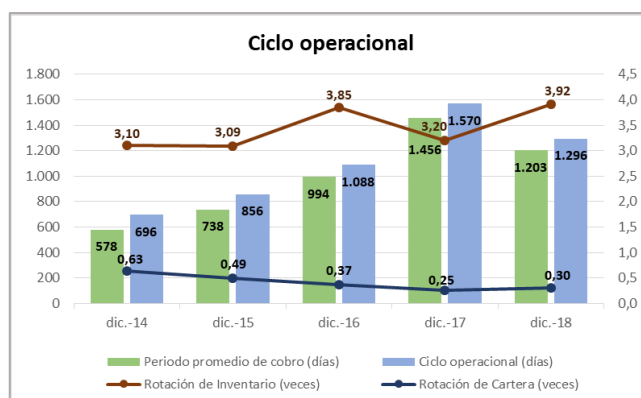
Aunque el mayor endeudamiento ha comenzado a presionar sobre los índices de solvencia y liquidez de la empresa, los mismos se mantienen en niveles razonables para el giro del negocio, comparado con el promedio de la industria, por lo cual todavía existe margen para seguir aplancando el crecimiento de los activos, para lo cual será fundamental aumentar las ventas y mejorar la calidad de los activos crediticios. El fortalecimiento de la gestión de cobranzas será un factor clave para seguir conteniendo la morosidad, mediante una mayor recuperación de la cartera vencida. El índice de Morosidad ha ido subiendo en los últimos años, llegando a un nivel alto de 30,5% en Dic17, registrando una reducción a 25,4% en Dic18. La Cartera Vencida >90 días se redujo 2,8% en el 2018, desde Gs. 47.517 millones en Dic17 a Gs. 46.194 millones en Dic18. Esta situación de deterioro de la calidad de la cartera crediticia, está expuesta a un mayor riesgo debido a la falta de cobertura de provisiones, cuyo indicador disminuyó de 34,2% en Dic16 a 9,5% en Dic17, registrando un incremento a 14,4% en Dic18.



Las menores ventas y la reducción en las cobranzas netas en el periodo 2016-2017, sumado al aumento del endeudamiento y del costo financiero, han generado ajustados flujos operativos de caja en los últimos años, sobre todo en el año 2018 teniendo en cuenta la reorientación del negocio hacia las ventas de préstamos en efectivo, registrando un importante incremento en las colocaciones de créditos, lo que ha generado una mayor utilización de los recursos financieros líquidos. La reducción de los ingresos operativos en el año 2017, ha generado una disminución de 70,7% del flujo de caja operativo de Gs. 12.065 millones en Dic16 a Gs. 3.575 millones en Dic17, con una nueva reducción de 47,7% en el 2018 a Gs. 1.870 millones en Dic18.

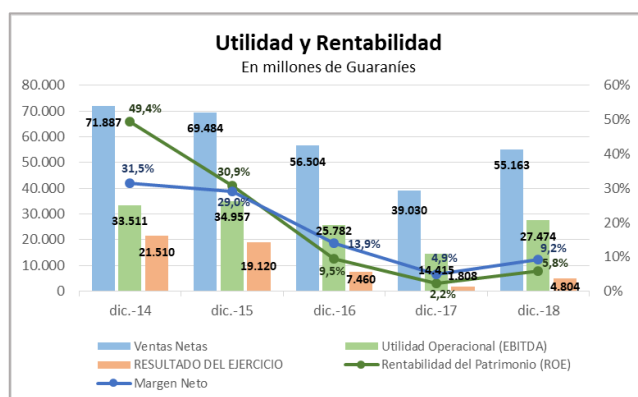


El índice de cobrabilidad de la cartera, medido por el ratio de Cobros/Cartera ha disminuido de 32,2% en Dic16 a 25,9% en Dic17, registrando un incremento a 29,8% en Dic18. El ajustado flujo de caja operativo, como resultado de la reducción en las cobranzas netas y en los ingresos operativos, se ha reflejado en bajos niveles de rotación de inventarios y rotación de cartera, lo cual ido generando el incremento del periodo promedio de cobro y del ciclo operacional, aunque en el 2018 dichos indicadores se han reducido debido al aumento de las ventas y de la cartera crediticia. La rotación de cartera ha aumentado de 0,25 en Dic17 a 0,30 en Dic18, mientras que la rotación del inventario ha subido de 3,20 en Dic17 a 3,92 en Dic18, derivando en la disminución del ciclo operacional de 1.456 días en Dic17 a 1.203 días en Dic18. Esto demuestra una mayor transformación de los inventarios y de la cartera en ingresos efectivos, reflejando una mayor capacidad de venta y comercialización de sus productos, debido principalmente a la diversificación de sus operaciones crediticias.

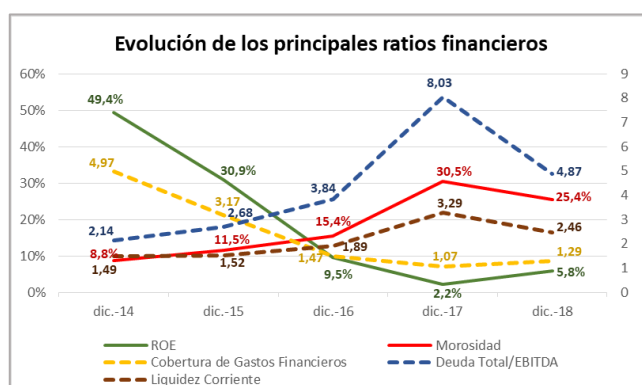


La disminución de los ingresos por ventas durante los últimos años, ha ido generando una disminución en el Margen Operacional (EBITDA) y en el Resultado del Ejercicio, derivando en la reducción de los indicadores de Rentabilidad, aunque en el 2018 hubo una recuperación del desempeño financiero. Al respecto, cabe señalar que la reducción de los ingresos por ventas en el año 2017, también se debió en parte a la nueva modalidad de registración de los ingresos según el criterio del devengamiento, lo que ha implicado que la empresa reconozca sólo una porción de estos ingresos. De esta forma, las ventas netas se redujeron 30,9% en el 2017, mientras que en el 2018 aumentaron 41,3% desde Gs. 39.030 millones en Dic17 a Gs. 55.163 millones en Dic18.

Asimismo, la Utilidad Operacional (EBITDA) se redujo 44,1% en el 2017, mientras que aumentó 90,6% en el 2018 desde Gs. 14.415 millones en Dic17 a Gs. 27.474 millones en Dic18. El Resultado del Ejercicio aumentó 165,7% en el 2018 de Gs. 1.808 millones en Dic17 a Gs. 4.804 millones en Dic18. En consecuencia, la Rentabilidad del Capital (ROE) ha aumentado en el 2018 de 2,2% en Dic17 a 5,8% en Dic18, mientras que el Margen Neto aumentó de 4,9% en Dic17 a 9,2% en Dic18, aunque estos indicadores todavía siguen siendo relativamente bajos, en niveles inferiores al promedio del mercado. El mejor desempeño financiero en el año 2018, estuvo explicado principalmente por las mayores colocaciones de créditos, lo que ha generado un mayor ingreso por ventas.



RISK MÉTRICA considera que IBISAECA posee al corte analizado, una adecuada solvencia patrimonial y un razonable nivel de endeudamiento, aunque dicho endeudamiento ha generado flujos de caja ajustados, así como también ha afectado la rentabilidad de la empresa en los últimos años. En el año 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 la cartera, lo cual será fundamental para seguir aumentando los ingresos operativos, y lograr una mayor rentabilidad del negocio. Los principales ratios financieros han mejorado en el 2018, reflejados en la reducción del ratio de Deuda/EBITDA que disminuyó de 8,03 en Dic17 a 4,87 en Dic18, en el incremento del ratio de Cobertura de Gastos Financieros de 1,07 en Dic17 a 1,29 en Dic18. Asimismo, aunque la Liquidez Corriente ha disminuido de 3,29 en Dic17 a 2,56 en Dic18, se mantiene en un nivel adecuado para el giro del negocio.

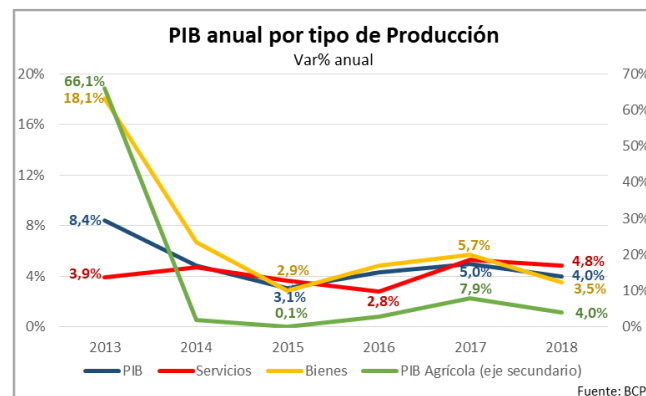


Los principales desafíos de IBISAECA para el 2019 serán seguir aumentando las ventas con mayor calidad de la cartera, a fin de continuar con la expansión y consolidación del negocio, en un mercado muy competitivo y sensible a la coyuntura económica y política. Un desafío adicional para IBISAECA será 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.

## ANÁLISIS DE LA ECONOMÍA Y LA INDUSTRIA

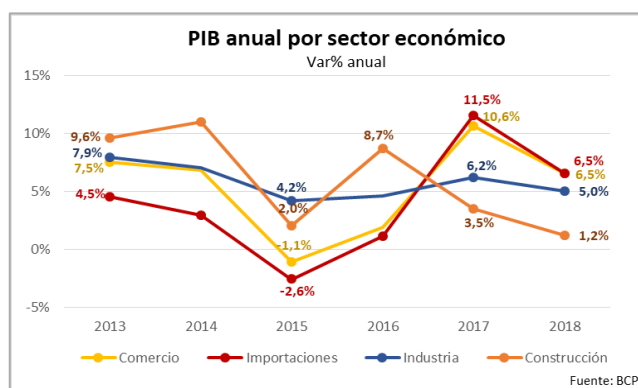
Durante el periodo 2014-2016 la economía del país ha experimentado una importante desaceleración, ya que el Producto Interno Bruto (PIB) creció a un promedio anual de sólo 4%, comparado con un crecimiento promedio del 6% durante el periodo 2010-2013. El crecimiento del PIB se redujo de 8,4% en el 2013 a 4,0% en el 2018, registrando su menor tasa de crecimiento de 3,1% en el 2015. El sector Agrícola, principal componente del PIB, creció a un promedio de 21,5% durante el periodo 2010-2013 y sólo a un promedio de 1,6% durante el periodo 2014-2016, registrando un casi nulo crecimiento de 0,1% en el 2015, con una recuperación a partir del 2017 alcanzando 7,9%, para volver a bajar a 4,0% en el 2018.

Esta reducción del PIB Agrícola, fue la principal causa para que el sector total de la Producción de Bienes también se haya reducido, con un mínimo crecimiento de 2,9% en el 2017, registrando un incremento en el 2017 a 5,7%, para volver a caer a 3,5% en el 2018. Otro sector afectado por la desaceleración económica fue el de los Servicios, cuya tasa de crecimiento se mantuvo en niveles bajos durante el periodo 2014-2016, con una recuperación en el 2017 de 5,3%, para volver a bajar a 4,8% en el 2018.

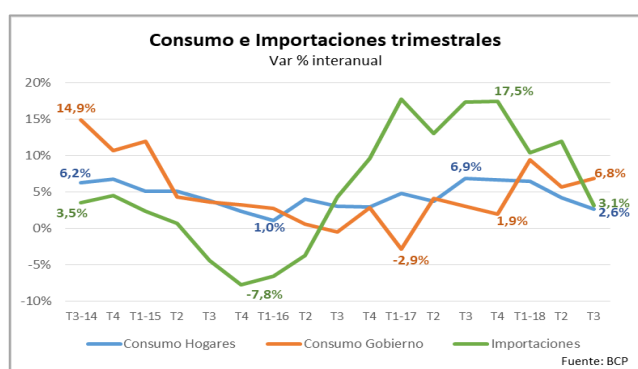


La retracción económica se agudizó mayormente desde el segundo semestre del 2014 hasta el tercer trimestre del 2016, afectando negativamente a los sectores del PIB que son más susceptibles a los movimientos en la demanda de bienes y servicios, como el Comercio, el Consumo y las Importaciones. Asimismo, durante este periodo se resintieron los sectores de la Industria y la Construcción, alcanzando sus puntos más bajos en el 2015, registrando sólo un crecimiento de 4,2% y 2,0% respectivamente.

El Comercio y las Importaciones también sufrieron una caída en su evolución anual, alcanzando mínimos de 1,1% y de -2,6% respectivamente en el 2015. A partir del segundo semestre del 2016 la economía se fue recuperando, principalmente mediante mayores inversiones en los sectores de la Construcción y la Industria, lo cual derivó en un repunte del Comercio y del Consumo, lo que junto con el repunte del sector de la Agricultura, impulsaron también una recuperación en el sector de los Servicios, a través de una mayor demanda de Consumo y de las Importaciones. De esta forma, en el 2017 se registraron mayores crecimientos en los principales sectores de la economía.

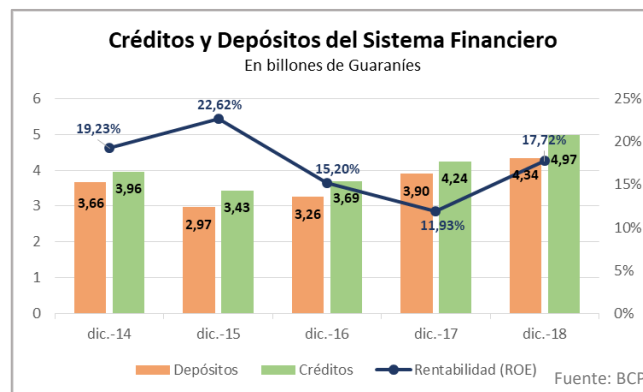


Sin embargo, en el 2018 se registró una caída en el crecimiento de las importaciones, el comercio, la industria y las construcciones, así como también en el sector agrícola y en las exportaciones. Esta situación generó una menor expectativa de crecimiento del PIB de 4,0% para el 2018. Por tanto, se espera que para el primer semestre del 2019 continúen las bajas tasas de crecimiento de los principales sectores de la economía, incluyendo el sector agrícola con una menor cosecha de soja y menor volumen de exportaciones. En términos de tasas trimestrales de crecimiento (var% interanual), en el 2017 se registraron altas tasas en las importaciones y el consumo privado, en línea con el crecimiento de los principales sectores de la economía. Sin embargo, a partir del 2018 las tasas trimestrales de crecimiento interanual disminuyeron, llegando a mínimos de 3,1% y 2,6% para las importaciones y el consumo privado respectivamente, en el tercer trimestre del 2018.

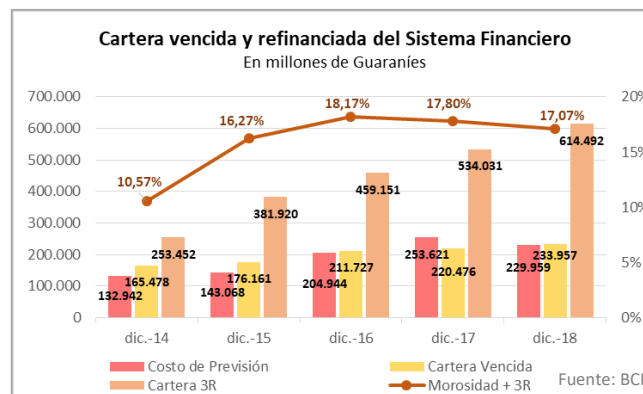


En este contexto económico con moderado y concentrado crecimiento, el sector financiero compuesto por las entidades Financieras, ha registrado una contracción crediticia entre los años 2014 y 2016. Los Créditos han bajado desde Gs. 3,96 billones en Dic14 a Gs. 3,43 billones en Dic15 y a Gs. 3,69 billones en Dic16, al igual que los Depósitos que bajaron de Gs. 3,66 billones en Dic14 a Gs. 2,97 billones en Dic15 y a Gs. 3,26 billones en Dic16. En el 2017 el sistema financiero se ha recuperado con un incremento de los Créditos de 14,79% alcanzando Gs. 4,24 billones en Dic17, mientras que los Depósitos crecieron 19,80% cerrando en Gs. 3,90 billones en Dic17. En el 2018 los Créditos crecieron 17,2% registrando un saldo de cartera de Gs. 4,97 billones en Dic18, mientras que los Depósitos crecieron 11,3% registrando un saldo de Gs. 4,34 billones.

Esta contracción crediticia de los últimos años, y la moderada recuperación en el 2017, ha hecho que disminuya la rentabilidad del sector financiero no bancario. El índice de rentabilidad del patrimonio ROE ha ido disminuyendo desde 22,62% en Dic15, a 15,20% en Dic16 y a 11,93% en Dic17. Esto se debió principalmente a que el menor crecimiento estuvo acompañado por un deterioro de la calidad de la cartera de créditos, lo que generó el aumento de los costos por provisiones. Sin embargo, en el 2018 hubo una recuperación del mercado financiero, lo que generó un aumento del ROE a 17,72% en Dic18.



En los últimos años, el sector financiero estuvo marcado por un deterioro de la cartera global de créditos. La cartera vencida aumentó 33,24% desde Gs. 165.478 millones en Dic14 a Gs. 220.476 millones en Dic17, mientras que la cartera 3R subió 110,70% desde Gs. 253.452 millones en Dic14 a Gs. 534.031 millones en Dic17. Esta situación generó que el índice de Morosidad + 3R aumente desde 10,57% en Dic14 a 17,80% en Dic17, lo cual también afectó la rentabilidad del sector, debido al aumento de las costos totales por provisiones, los cuales aumentaron 90,78% desde Gs. 132.924 millones en Dic14 a Gs. 253.621 millones. En el 2018 hubo un mejoramiento de la calidad de la cartera crediticia, lo que generó una disminución de 9,3% del costo de provisiones a Gs. 229.959 millones en Dic18, aunque el índice de Morosidad + 3R se mantuvo en un nivel alto de 17,07%, debido al incremento de 15,1% de la Cartera 3R a Gs. 614.492 millones en Dic18.



## CARACTERÍSTICAS DE LA EMPRESA

### PROPIEDAD y ADMINISTRACIÓN

IBISAECA inició sus operaciones de venta y comercialización de electrodomésticos y mercaderías en general en el año 2007, con la creación de la Unidad de Negocios bajo la marca DORADOGAR, bajo cuya denominación sigue operando en la actualidad. Desde el año 2012 la empresa adoptó la razón social de Empresa Izaguirre Barrail Inversora S.A.E.C.A., y realizó su inscripción en la Bolsa de Valores y Productos de Asunción (BVPASA) en el 2013, año desde que se encuentra operando en el mercado de capitales mediante la emisión de títulos valores. A la fecha de corte, el capital total integrado fue de Gs. 73.000 millones, distribuido en partes iguales (50%) entre sus propietarios Sr. Rodrigo Izaguirre y la Sra. María Teresa Barrail, quienes ocupan los cargos de Presidente y Vicepresidente del Directorio, respectivamente.

ACCIONISTAS	Cantidad de Acciones	Valor de Acciones	% Particip. en capital
Rodrigo Izaguirre Cazenave	2.650	26.500.000.000	36,30%
María Teresa Barrail Villalba	2.650	26.500.000.000	36,30%
<b>Acciones Ordinarias Voto Simple</b>	<b>5.300</b>	<b>53.000.000.000</b>	<b>72,60%</b>
Rodrigo Izaguirre Cazenave	500	5.000.000.000	6,85%
María Teresa Barrail Villalba	500	5.000.000.000	6,85%
<b>Acciones Ordinarias Voto Múltiple</b>	<b>1.000</b>	<b>10.000.000.000</b>	<b>13,70%</b>
Rodrigo Izaguirre Cazenave	500	5.000.000.000	6,85%
María Teresa Barrail Villalba	500	5.000.000.000	6,85%
<b>Acciones Preferidas</b>	<b>1.000</b>	<b>10.000.000.000</b>	<b>13,70%</b>
<b>Total Acciones Emitidas</b>	<b>7.300</b>	<b>73.000.000.000</b>	<b>100,00%</b>

El capital integrado se ha mantenido sin variación en el 2018, ya que las utilidades no fueron capitalizadas sino que fueron distribuidas a los accionistas. Con respecto a la composición accionaria, el capital accionario está compuesto por 5.300 acciones ordinarias de voto simple totalizando Gs. 53.000 millones, por 1.000 acciones ordinarias de voto múltiple totalizando Gs. 10.000 millones y por 1.000 acciones preferidas sin voto totalizando Gs. 10.000 millones. Cada grupo de acciones está distribuido en forma equitativa (50%) entre los propietarios de la empresa. Con respecto al pago de dividendos, se ha adoptado una política conservadora como resultado de la retención de utilidades, a una tasa promedio aproximada del 20% de las utilidades en los últimos años, con excepción del año 2017 siendo distribuido el 59,8% por Gs. 4.460 millones y el año 2018 con una distribución del 100% de las utilidades.

Integración de capital	2.014	2.015	2.016	2.017	2.018
Capital integrado inicial	25.000	38.000	55.000	70.000	73.000
Capitalización de resultados	13.000	17.000	15.000	3.000	0
<b>Capital integrado al cierre</b>	<b>38.000</b>	<b>55.000</b>	<b>70.000</b>	<b>73.000</b>	<b>73.000</b>
Distribución de dividendos	2.014	2.015	2.016	2.017	2.018
Utilidad del año anterior	15.419	21.510	19.120	7.460	1.808
Pago de Dividendos	2.418	4.510	4.120	4.460	1.808
<b>% Distribución de Dividendos</b>	<b>15,7%</b>	<b>21,0%</b>	<b>21,5%</b>	<b>59,8%</b>	<b>100,0%</b>

La conducción estratégica y ejecutiva de la empresa está dirigida por su Presidente Sr. Rodrigo Izaguirre. El Directorio de la empresa está integrado por cinco miembros titulares (y un suplente) y por el síndico titular (y un suplente). La plana gerencial está encabezada por el Presidente Ejecutivo, y está compuesta por las Gerencias Administrativa y de Finanzas, Comercial, de Riesgo, de Abastecimiento y de Mantenimiento de Flota, además de otras áreas de apoyo y la unidad de Auditoría Interna. Asimismo, se cuenta con manuales de funciones y un sistema informático integrado, los cuales permiten el correcto funcionamiento de la estructura operacional.

La gestión crediticia se desarrolla a través del Departamento de Televentas, y la División de préstamos de dinero, para lo cual se ha implementado un Comité de Créditos, para la evaluación y aprobación de las operaciones crediticias. Asimismo, se cuenta con la Gerencia Ejecutiva, bajo la cual se encuentra el Departamento de cobranzas, telecobranzas, ventas y telemarketing, buscando principalmente incrementar las facturaciones y disminuir la morosidad de las cobranzas. Adicionalmente, a través de su Gerencia de Riesgos, se realiza el análisis de riesgo y la aprobación o rechazo de los préstamos, de acuerdo a la Política de Créditos, en base al perfil crediticio del cliente y los requisitos establecidos en los Manuales. Asimismo, se ha implementado el Departamento de Recupero y Cobranzas, dividido en dos áreas Telecobranzas y Judiciales, así como también se han incorporado los servicios tercerizados de empresas recaudadoras como Aquí Pago y Practipago.

La empresa cuenta con 190 colaboradores, de los cuales 57 son funcionarios administrativos, 24 pertenecen al área de logística y transporte y 109 son del área comercial y ventas. Además, se dispone de 60 vehículos asignados a la venta y distribución de mercaderías, y otros 6 vehículos asignados a la casa central para reparto. La casa central y el show-room se encuentran ubicados en Asunción sobre la Avenida Santísimo Sacramento.

### **MODELO DE NEGOCIO**

El foco del negocio de IBISAECA se orienta hacia la comercialización, distribución y financiamiento de mercaderías (artículos para el hogar, electrodomésticos, telefonía, motocicletas y otros), principalmente a funcionarios públicos mediante el descuento directo de salarios o libranza. La gradual maduración de su segmento de clientes y de su cartera crediticia, y el blindaje establecido por el Banco Nacional de Fomento, ha motivado a la empresa para diversificar su negocio a partir del 2017, mediante la implementación de préstamos de dinero con capital propio. Para el efecto, ha ajustado sus procesos y sus políticas de riesgo, así como el sistema informático y la registración contable, y ha contratado personal idóneo y experimentado en el rubro, lo cual permitirá un adecuado crecimiento de esta nueva Unidad de Negocios.

Una parte fundamental del esquema del negocio consiste en la cobranza, la cual se realiza mediante el esquema de libranza consistente en el descuento directo de los salarios de los clientes, principalmente a través del servicio proveído por el BNF, así como también a través de las propias Giradurías de las entidades públicas y los Ministerios, con los cuales se han realizado convenios especiales. Estos servicios son implementados mediante acuerdos y contratos por escrito con el BNF y las Instituciones del Estado.

Aunque este esquema ofrece una mayor seguridad para el recupero del capital, ya que la morosidad supone eventuales retrasos pero no incumplimientos de pagos, debido a que se cuenta con una autorización irrevocable de los clientes, para el descuento mensual de las cuotas de los salarios disponibles, dicho esquema es susceptible a cambios en regulaciones y políticas del sector público, lo que puede afectar la generación de flujos y con ello los resultados financieros, en caso que los retrasos en las cobranzas sean prolongados.

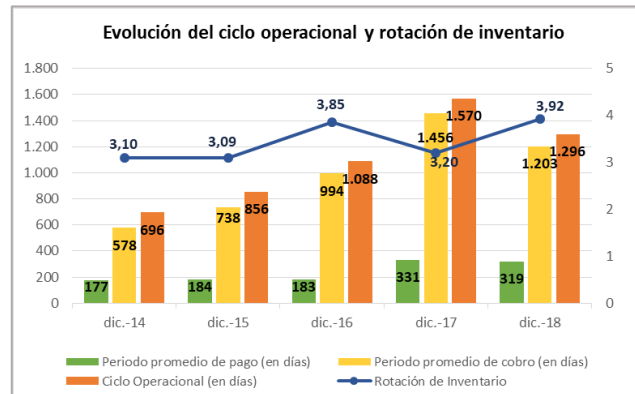
IBISAECA desarrolla su actividad comercial dentro de una industria de alta competencia y elevado riesgo de crédito sistémico, lo cual se ve reflejado en el menor crecimiento de las ventas y las cobranzas de la empresa. Sin embargo, ha podido mantener su buen posicionamiento en el segmento donde opera, mediante una adecuada capacidad de comercialización y eficientes canales de venta, a través de una amplia red de distribución de sus productos, ofreciendo financiamiento y préstamos en efectivo a sus clientes. Su mercado objetivo está compuesto por funcionarios públicos con descuento directo de sus salarios, principalmente docentes y personal de blanco de la Salud Pública.

## **ANÁLISIS FINANCIERO DE LA EMPRESA**

### **GESTIÓN y EFICIENCIA OPERACIONAL**

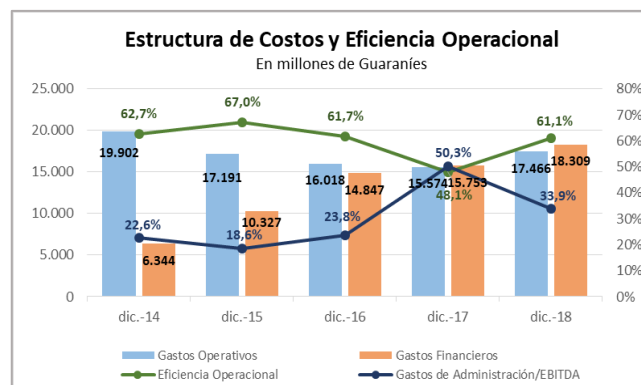
IBISAECA posee una baja rotación de inventario comparado con el volumen de sus operaciones. En el año 2017 dicho indicador disminuyó de 3,85 veces en Dic16 a 3,20 veces en Dic17, registrando un incremento a 3,92 en Di18, debido al aumento de las ventas netas. Este indicador denota la rapidez con la que la empresa transforma sus inventarios en ventas, reflejando una relativa baja capacidad de ventas y comercialización de sus productos, lo que ha generado menores ingresos operativos con relación a los costos de las mercaderías.

La rotación de la cartera de créditos también se ha mantenido en niveles bajos durante los últimos años, disminuyendo de 0,74 veces en Dic13 a 0,25 veces en Dic17, registrando un aumento a 0,30 en Dic18, con lo cual el ciclo promedio de cobro ha ido aumentando de 491 días en Dic13 a 1.456 días en Dic17, con una reducción a 1203 días. Esto se debió principalmente a la disminución de la tasa de crecimiento de las ventas y a la menor recuperación de los créditos, en el periodo 2015-2017, aunque en el 2018 el ciclo operacional disminuyó de 1.570 días en Dic17 a 1.296 días en Dic18.



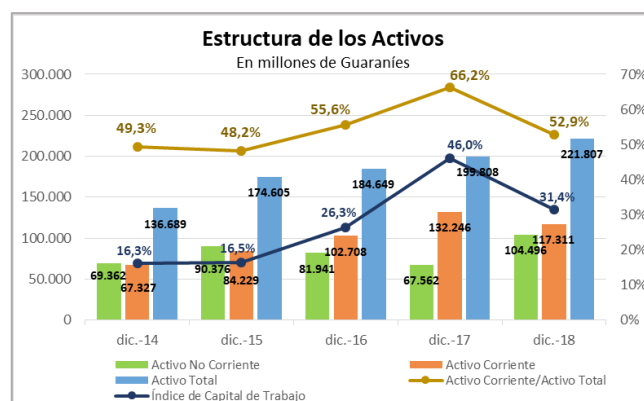
Con respecto a la Eficiencia Operacional, dicho indicador medido por el ratio de EBITDA/Margen Bruto, ha ido disminuyendo durante el periodo 2015-2017, bajando desde 67,0% en Dic15 a 61,7% en Dic16 y 48,1% en Dic17, reflejando un mayor costo relativo de la estructura operacional, con respecto a la generación de ingresos operativos, aunque en el 2018 ha registrado una recuperación subiendo a 61,1% en Dic18. Otro indicador importante sobre la actividad operacional es el Apalancamiento Operativo, el cual ha disminuido de 1,92 en Dic16 a 1,78 en Dic17, registrando una mejora en el 2018 subiendo a 1,91 en Dic18, lo que refleja una mayor capacidad de generación de utilidad operacional con respecto al volumen de ventas, indicando un menor costo relativo por cada unidad vendida.

La estructura de costos se ha incrementado en el 2018, debido al aumento de los Gastos Financieros y de los Gastos Operativos, aunque la eficiencia ha mejorado debido al importante crecimiento de las ventas netas y de los márgenes de utilidad. En el 2017 el ratio de Gastos Financieros/EBITDA registró un nivel muy elevado de 109,3%, registrando una recuperación en el 2018 bajando a 66,6% en Dic18, aunque sigue reflejando una alta carga financiera en relación con la generación de los ingresos operativos. A pesar del aumento de 12,1% de los Gastos Operativos de Gs. 15.574 millones en Dic17 a Gs. 17.466 millones en Dic18, el ratio de Gastos Administrativos/EBITDA se ha reducido en el 2018 de 50,3% en Dic17 a 33,9% en Dic18, reflejando una menor carga relativa de los costos fijos de funcionamiento del negocio.

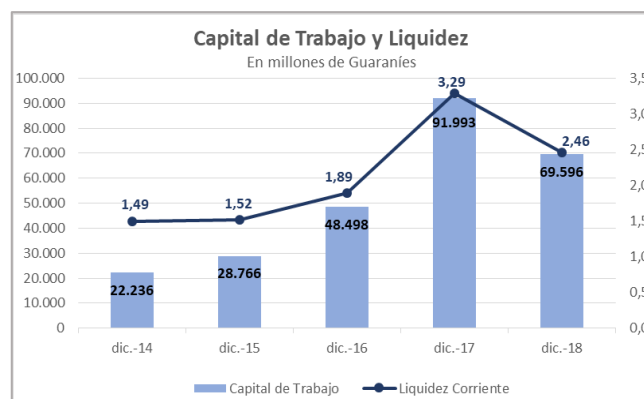


## ESTRUCTURA DE ACTIVOS Y LIQUEDEZ

Los Activos Totales aumentaron 11,0% en el 2018 de Gs. 199.808 millones en Dic17 a Gs. 221.807 millones en Dic18, superior al incremento de 8,2% en el 2017. Esto se debió principalmente al aumento de los Activos de Largo Plazo que subieron 54,7% de Gs. 67.562 millones en Dic17 a Gs. 104.496 millones en Dic18, debido principalmente al incremento de la Cartera de Créditos de Largo Plazo que aumentó 89,9% en el 2018. Por consiguiente, el ratio de Activo Corriente/Activo Total disminuyó en el 2018 de 66,2% en Dic17 a 52,9% en Dic18, lo cual también derivó en la reducción del índice de Capital de Trabajo de 46,0% en Dic17 a 31,4% en Dic18.

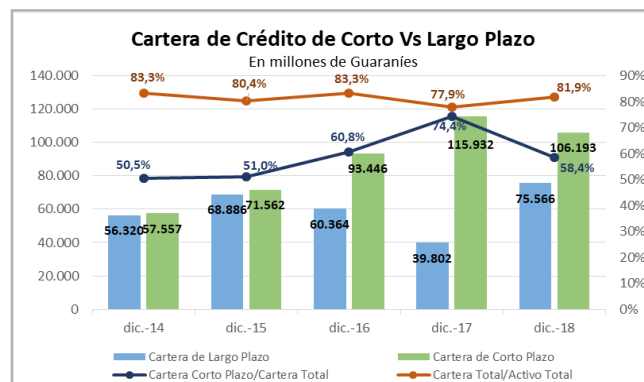


Los indicadores de liquidez de IBISAECA han disminuido en el 2018, con respecto al año anterior. El ratio de Liquidez Corriente disminuyó de 3,29 en Dic17 a 2,46 en Dic18, mientras que el ratio de Prueba Ácida, que mide la liquidez excluyendo los inventarios, se redujo de 3,22 en Dic17 a 2,40 en Dic18. Asimismo, el ratio de efectividad que mide la liquidez más inmediata bajó de 20,5% en Dic17 a 14,8% en Dic18. Esta situación de menor liquidez de la empresa, se debió principalmente a la disminución de 11,3% de los Activos de Corto Plazo desde Gs. 132.246 millones en Dic17 a Gs. 117.311 millones en Dic18, lo que derivó en la disminución de 24,3% del Capital de Trabajo de Gs. 91.993 millones en Dic17 a Gs. 69.596 millones en Dic18, siendo todavía un nivel adecuado para el volumen de las operaciones y el giro del negocio.

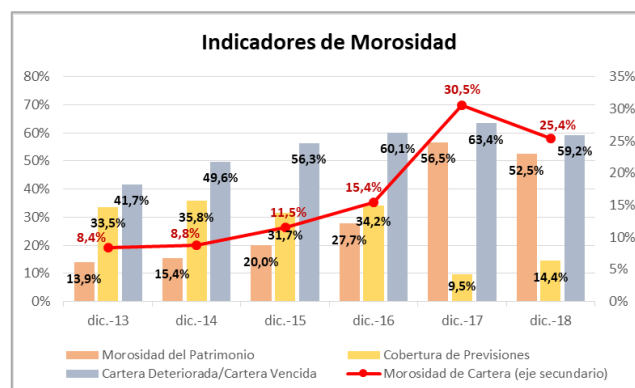


## CARTERA DE CRÉDITOS Y MOROSIDAD

La Cartera total de Créditos aumentó 16,7% en el 2018 desde Gs. 155.734 millones en Dic17 a Gs. 181.759 millones en Dic18, debido al incremento de 89,9% de la Cartera de Largo Plazo desde Gs. 39.802 millones en Dic17 a Gs. 75.566 millones en Dic18, mientras que la Cartera de Corto Plazo disminuyó 8,4% de Gs. 115.932 millones en Dic17 a Gs. 106.193 millones en Dic18, con lo cual la relación de Cartera de Corto Plazo/Cartera Total se redujo de 74,4% en Dic17 a 58,4% en Dic18. Este aumento de la cartera de largo plazo, se debió principalmente a la colocación de préstamos en efectivo a plazos con mayor duración, lo que estuvo explicado en parte por el aumento de las refinanciaci3nes de los créditos vencidos.



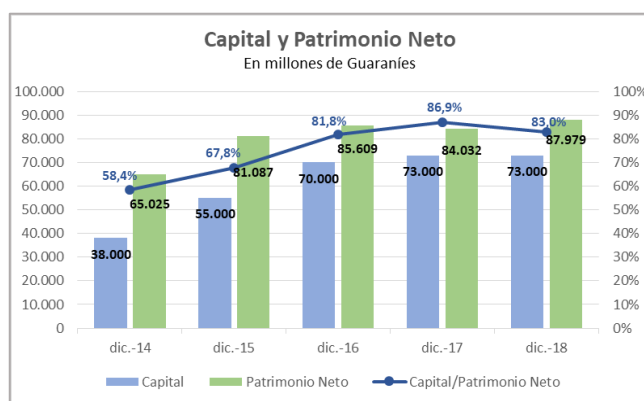
Con respecto a la morosidad, la Cartera Vencida >90 días, incluyendo el capital vencido y las cuotas vencidas, se duplicó en el 2017 aumentando 100,1% de Gs. 23.747 millones en Dic16 a Gs. 47.517 millones en Dic17, registrando una leve reducción de 2,8% en el 2018 a Gs. 46.194 millones en Dic18. Aunque hubo una mayor contención de la morosidad en el 2018, este indicador todavía se mantiene en niveles relativamente altos, lo que refleja una mayor vulnerabilidad de la calidad de los activos crediticios, debido a que persisten las dificultades para el cobro de la cartera, a través del descuento de salarios de los funcionarios públicos, a causa del blindaje establecido por el Gobierno, sumado a la situación de alto endeudamiento de este segmento y el escaso margen disponible para aplicar los descuentos.



Esta situación ha generado un aumento de los indicadores de Morosidad en los últimos años, reflejando un mayor deterioro de la cartera de créditos. El índice de Morosidad de la Cartera ha ido subiendo hasta un nivel de 30,5% en Dic17, bajando en el 2018 a 25,4%. Asimismo, el índice de Morosidad del Patrimonio Neto ha ido aumentando alcanzando un nivel elevado de 56,5% en Dic17, bajando levemente a 52,5% en el 2018. Con respecto a la cartera vencida de mayor maduración con atraso mayores a 365 días, el ratio de Cartera Deteriorada/Cartera Vencida ha ido subiendo llegando a 63,4% en Dic17, bajando levemente a 59,2% en Dic18. Aunque estos indicadores han mejorado en el 2018, siguen estando en niveles altos para el tipo de negocio, cuyo riesgo posee una escasa cobertura de provisiones que ha subido de 9,5% en Dic17 a 14,4% en Dic18.

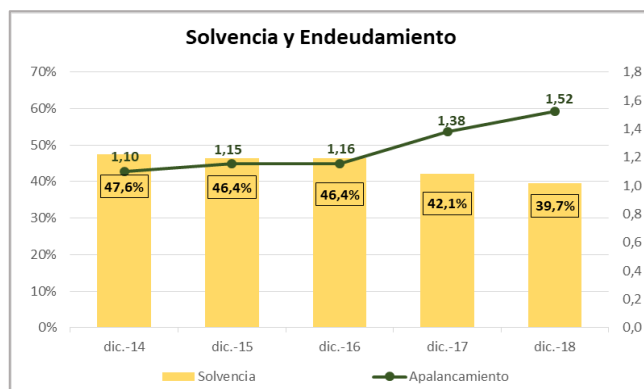
### SOLVENCIA y ENDEUDAMIENTO

IBISAECA posee una adecuada solvencia patrimonial, considerando su actual estructura de capital y fondeo, fortalecida por constantes capitalizaciones de utilidades retenidas, complementado con un adecuado nivel de reservas. El índice de Solvencia, medido por el ratio de Patrimonio Neto/Activos Totales se ha mantenido los últimos años en niveles adecuados para el tipo de negocio, aunque con una tendencia decreciente bajando de 46,4% en Dic16 a 42,1% en Dic17 y 39,7 en Dic18, reflejando una menor cobertura de los activos operacionales solventados con recursos propios. El Capital integrado se ha incrementado 92,1% en los últimos cinco años, desde Gs. 38.000 millones en Dic14 a Gs. 73.000 millones en Dic18, representando el 83,0% del Patrimonio Neto en Dic18.

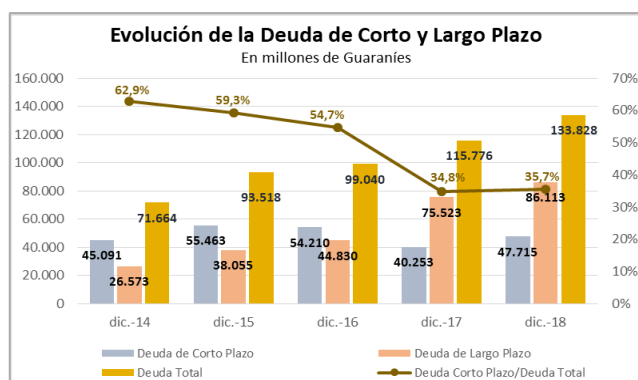


La reducción del índice de Solvencia Patrimonial durante los últimos años, se debió principalmente al incremento de la Deuda Total de la empresa, en forma más que proporcional al aumento acumulado del Patrimonio Neto, cuyo índice de Endeudamiento medido por el ratio de Deuda Total/Activo Total, ha ido aumentando desde 0,52 en Dic14 a 0,58 en Dic17 y 0,60 en Dic18. Asimismo, el índice de Apalancamiento, medido por el ratio de Deuda Total/Patrimonio Neto, se ha ido incrementando desde 1,10 en Dic14 a 1,38 en Dic17 y 1,52 en Dic18.

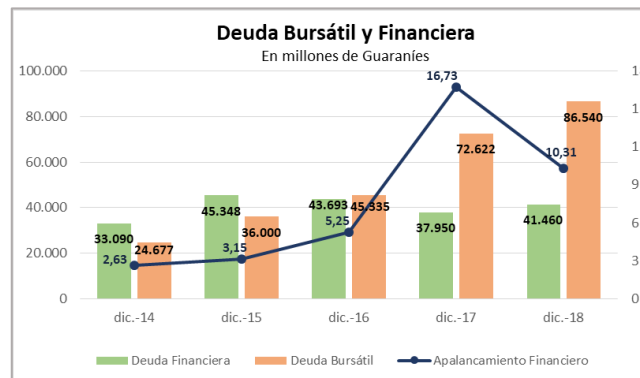
Estos indicadores de endeudamiento siguen siendo razonables para el giro del negocio, comparado con el promedio del mercado, aunque esta tendencia creciente del endeudamiento, junto con el deterioro de la calidad de los activos crediticios, podría afectar la capacidad futura de generar adecuados márgenes de rentabilidad.



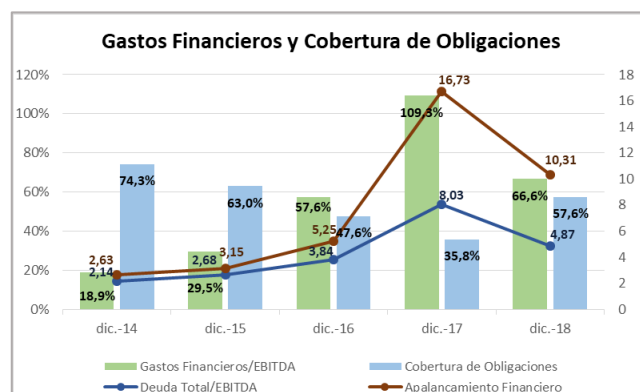
La Deuda Total de IBISAECA aumentó 15,6% en el 2018 de Gs. 115.776 millones en Dic17 a Gs. 133.828 millones en Dic18, similar al incremento de 16,9% en el 2017. Este aumento se debió al incremento de 14,0% de la Deuda de Largo Plazo que subió de Gs. 75.523 millones en Dic17 a Gs. 86.113 millones en Dic18, debido a las emisiones de Bonos cuyo saldo incluido capital e intereses subió 19,2% en el 2018 de Gs. 72.622 millones en Dic17 a Gs. 86.540 millones en Dic18, siendo ésta la principal fuente de financiamiento representando el 64,7% de la Deuda Total en Dic18. Asimismo, la Deuda de Largo Plazo se incrementó debido al aumento de 32,4% de la Deuda Financiera de Largo Plazo, que subió de Gs. 9.600 millones en Dic17 a Gs. 12.712 millones en Dic18.



La Deuda de Corto Plazo también aumentó 18,5% en el 2018 de Gs. 40.253 millones en Dic17 a Gs. 47.715 millones en Dic18, principalmente por el aumento de la deuda las obligaciones bursátiles de corto plazo, cuyos vencimientos aumentaron 85,9% en el 2018 de Gs. 7.218 millones en Dic17 a Gs. 13.418 millones en Dic18, con lo cual la relación entre Deuda Corto Plazo/Deuda Total se mantuvo en 35,7% en Dic18 similar a 34,8% en Dic17. La Deuda Financiera total aumentó 9,2% en el 2018 de Gs. 37.950 millones en Dic17 a Gs. 41.460 millones en Dic18.

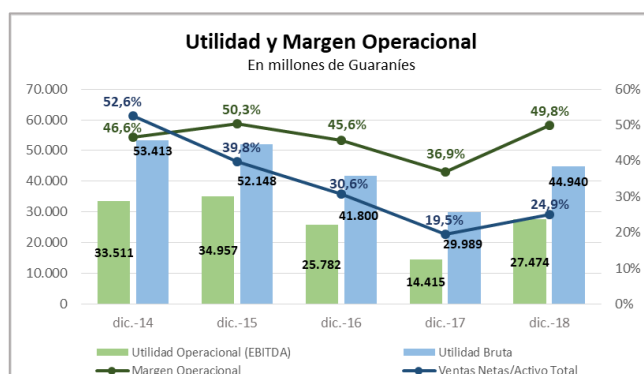


El mayor endeudamiento ha generado un aumento de los gastos financieros y del Apalancamiento Financiero durante los últimos años, cuyo indicador que ha ido subiendo de 2,63 en Dic14 a 16,73 en Dic17, reflejando una menor eficiencia de la estructura de fondeo, aunque ha registrado una mejora en el 2018 bajando a 10,31 en Dic18. Otros indicadores de endeudamiento también han mejorado en el 2018, como el ratio de Deuda Total/EBITDA que bajó de 8,03 en Dic17 a 4,87 en Dic18, así como el índice de Cobertura de las Obligaciones más inmediatas, medido por el ratio de EBITDA/Pasivo Corriente, ha subido de 35,8% en Dic17 a 57,6% en Dic18. Estos indicadores reflejan una mayor capacidad de generación de ingresos y márgenes de utilidad, por cada unidad de deuda contraída, lo que fortalece la solvencia de la empresa.

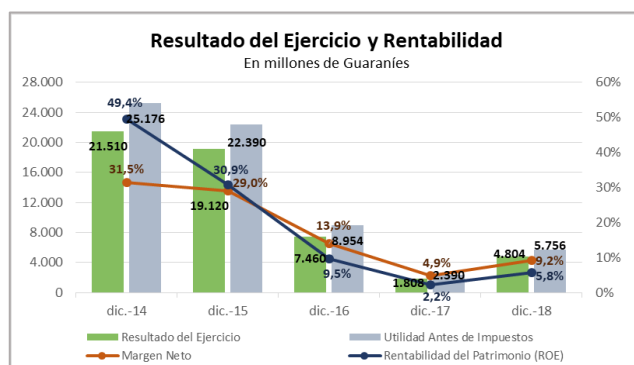


## RENTABILIDAD y MÁRGENES DE UTILIDAD

La Utilidad Operacional (EBITDA) aumentó 90,6% en el 2018, de Gs. 14.415 millones en Dic17 a Gs. 27.474 millones en Dic18, debido principalmente a los mayores ingresos por ventas netas, con lo cual el índice del Margen Operacional aumentó de 36,9% en Dic17 a 49,8% en Dic18, siendo un nivel adecuado para el tipo de negocio. La Utilidad Bruta también aumentó 49,9% de Gs. 29.989 millones en Dic17 a Gs. 44.940 millones en Dic18, lo que generó el aumento del índice del Margen Bruto de 76,84% en Dic17 a 81,5% siendo el nivel más alto de los últimos cinco años, debido al incremento de 41,3% de las ventas netas, lo que implicó el aumento del ratio de Ventas/Activos de 19,5% en Dic17 a 24,9% en Dic18.



El aumento del endeudamiento ocasionó un considerable incremento de los Gastos Financieros en los últimos años, lo que sumado a la disminución de los ingresos por ventas, ha generado una disminución de la utilidad y la rentabilidad en el periodo 2015-2017. Sin embargo, en el 2018 el desempeño financiero ha mejorado, generando un incremento de 140,8% en la Utilidad Antes de Impuestos que subió desde Gs. 2.390 millones en Dic17 a Gs. 5.756 millones en Dic18, registrando un aumento del Margen Neto de 4,9% en Dic17 a 9,2% en Dic18. Asimismo, el Resultado del Ejercicio luego de los impuestos y las reservas, aumentó 165,7% de Gs. 1.808 millones en Dic17 a Gs. 4.804 millones en Dic18, lo que generó el incremento del índice de rentabilidad del patrimonio ROE de 2,2% en Dic17 a 5,8% en Dic18, aunque sigue siendo un nivel relativamente bajo para el volumen del negocio, comparado con el promedio del mercado.



*Finalmente, el principal desafío de IBISAECA para el año 2019, será contener la morosidad y mejorar la calidad de la cartera crediticia, de tal forma a que el mayor endeudamiento pueda influir positivamente sobre la utilidad operacional y la rentabilidad futura del capital. Para ello será fundamental incrementar los ingresos operativos, mediante mayores ventas y cobranzas, para lo cual será un factor clave la diversificación de la cartera de créditos, hacia otro tipo de segmento de clientes fuera del sector público, mediante nuevos productos y servicios, como los préstamos en efectivo para el Consumo y las PyMes. Asimismo, será fundamental aumentar las provisiones sobre la cartera vencida, a fin de reflejar una correcta valoración del impacto de la cartera deteriorada sobre la calidad de los activos crediticios.*

## FLUJO DE CAJA PROYECTADO 2019-2027

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.)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Ingresos brutos por cobranzas	187.537	260.778	293.968	318.864	348.973	383.406	419.600	459.014	503.210
(-) Atraso proyectado	-29.062	-33.735	-35.369	-35.753	-28.839	-25.796	-25.013	-23.681	-21.789
<b>Total ingresos por cobranzas</b>	<b>158.475</b>	<b>227.043</b>	<b>258.599</b>	<b>283.111</b>	<b>320.134</b>	<b>357.610</b>	<b>394.587</b>	<b>435.333</b>	<b>481.421</b>
Otros ingresos	1.975	368	386	405	426	447	470	493	518
<b>Total Ingresos Operativos</b>	<b>160.450</b>	<b>227.411</b>	<b>258.985</b>	<b>283.516</b>	<b>320.560</b>	<b>358.057</b>	<b>395.057</b>	<b>435.826</b>	<b>481.939</b>
Desembolso de créditos	111.455	131.901	150.694	168.162	186.038	205.353	226.286	249.620	274.780
Costo de ventas	14.516	19.491	23.087	26.739	30.959	35.155	39.313	43.878	48.898
Pago a proveedores por mercaderías	4.725	5.930	7.010	7.880	8.597	9.333	9.851	10.289	10.750
Gastos operativos	15.565	16.737	18.000	19.062	20.206	21.489	22.822	24.262	25.817
Pago de dividendos	4.804	9.075	15.865	22.031	27.189	31.603	36.377	41.574	47.039
Adquisición de activos fijos	1.651	702	555	573	2.592	6.614	6.638	665	1.078
Pago de impuestos	6.713	10.808	13.870	16.348	18.520	20.663	23.221	26.050	29.010
<b>Total Egresos Operativos</b>	<b>159.429</b>	<b>194.644</b>	<b>229.081</b>	<b>260.795</b>	<b>294.101</b>	<b>330.210</b>	<b>364.508</b>	<b>396.338</b>	<b>437.372</b>
<b>FLUJO OPERATIVO</b>	<b>1.021</b>	<b>32.767</b>	<b>29.904</b>	<b>22.721</b>	<b>26.459</b>	<b>27.847</b>	<b>30.549</b>	<b>39.488</b>	<b>44.567</b>
Financiamiento bancario	19.514	14.500	9.000	11.000	6.000	2.000	--	--	--
Emisión de acciones preferidas	20.000	--	--	--	--	--	--	--	--
Aporte irrevocable para capital	10.000	--	--	--	--	--	--	--	--
Emisión de Bonos BBCEP G2	3.000	--	--	--	--	--	--	--	--
Emisión de Bonos PEG G5	10.000	--	--	--	--	--	--	--	--
<b>Total Ingresos Financieros</b>	<b>62.514</b>	<b>14.500</b>	<b>9.000</b>	<b>11.000</b>	<b>6.000</b>	<b>2.000</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Amortización de Deuda bancaria	37.197	24.805	19.978	10.944	11.036	10.512	3.457	256	--
Amortización de Bonos (capital + intereses)	23.554	19.359	17.300	19.481	17.731	16.198	14.284	9.274	--
Amortización de Bonos BBCEP (capital + intereses)	1.036	2.000	--	--	--	--	--	--	--
Amortización de Bonos PEG G5 (capital + intereses)	625	1.400	1.250	3.135	2.860	2.697	2.465	2.180	--
Gastos bancarios y bursátiles	317	142	152	163	176	189	204	220	--
<b>Total Egresos Financieros</b>	<b>62.729</b>	<b>47.706</b>	<b>38.680</b>	<b>33.723</b>	<b>31.803</b>	<b>29.596</b>	<b>20.410</b>	<b>11.930</b>	<b>0</b>
<b>FLUJO FINANCIERO</b>	<b>-215</b>	<b>-33.206</b>	<b>-29.680</b>	<b>-22.723</b>	<b>-25.803</b>	<b>-27.596</b>	<b>-20.410</b>	<b>-11.930</b>	<b>0</b>
<b>FLUJO DE CAJA</b>	<b>806</b>	<b>-439</b>	<b>224</b>	<b>-2</b>	<b>656</b>	<b>251</b>	<b>10.139</b>	<b>27.558</b>	<b>44.567</b>
Saldo Inicial	7.057	7.863	7.424	7.648	7.646	8.302	8.553	18.692	46.250
<b>FLUJO FINAL</b>	<b>7.863</b>	<b>7.424</b>	<b>7.648</b>	<b>7.646</b>	<b>8.302</b>	<b>8.553</b>	<b>18.692</b>	<b>46.250</b>	<b>90.817</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, mediante el aumento del capital de la empresa a través de la emisión de acciones preferidas, así como el aporte de los accionistas, 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 y la rentabilidad del negocio, manteniendo adecuados niveles de liquidez y solvencia patrimonial.

## RESUMEN DE LAS CARACTERÍSTICAS DEL INSTRUMENTO

<b>PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL (PEG) G4</b>	
Autorización de la CNV	Resolución N° 14 E/17 del 28/Mar/17
Denominación	G4
Tipo	Bonos
Monto y Moneda	Gs. 50.000.000.000.- (Guaraníes Cincuenta Mil Millones)
Cortes mínimos	Gs. 1.000.000.- (Guaraníes Un Millón)
Plazo de emisión	Entre 1 y 10 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	Sustitución de deuda de corto plazo y capital operativo
Agente intermediario	CADIEM Casa de Bolsa S.A.

<b>Programa de Emisión Global PEG G4: Monto autorizado Gs. 50.000.000.000.-</b>								
Serie	Fecha	Emitido Gs.	Colocado Gs.	Vencido Gs.	Tasa anual	Fecha Vto.	Plazo Años	Vigente Gs.
1	07/04/2017	3.000.000.000	3.000.000.000	0	13,00%	02-abr-20	3,0	3.000.000.000
2	07/04/2017	3.000.000.000	3.000.000.000	0	14,00%	31-may-22	5,2	3.000.000.000
3	07/04/2017	3.000.000.000	3.000.000.000	0	14,75%	29-sep-23	6,5	3.000.000.000
4	07/04/2017	3.000.000.000	3.000.000.000	0	15,00%	28-mar-24	7,0	3.000.000.000
5	02/06/2017	3.000.000.000	3.000.000.000	0	15,50%	21-nov-24	7,5	3.000.000.000
6	02/06/2017	3.000.000.000	3.000.000.000	0	15,75%	20-feb-25	7,7	3.000.000.000
7	02/06/2017	3.000.000.000	3.000.000.000	0	16,00%	22-may-25	8,0	3.000.000.000
8	18/07/2017	3.000.000.000	3.000.000.000	0	14,00%	13-jun-23	5,9	3.000.000.000
9	18/07/2017	3.000.000.000	3.000.000.000	0	14,50%	11-jun-24	6,9	3.000.000.000
10	18/07/2017	3.000.000.000	3.000.000.000	0	15,50%	08-jul-25	8,0	3.000.000.000
11	02/02/2018	3.000.000.000	3.000.000.000	0	12,00%	02-may-19	1,2	3.000.000.000
12	02/02/2018	3.000.000.000	3.000.000.000	0	12,50%	24-sep-24	6,6	3.000.000.000
13	02/02/2018	3.000.000.000	3.000.000.000	0	13,00%	03-nov-25	7,8	3.000.000.000
14	02/02/2018	3.000.000.000	3.000.000.000	0	13,50%	22-ene-26	8,0	3.000.000.000
15	04/04/2018	2.000.000.000	2.000.000.000	0	11,00%	30-nov-21	3,7	2.000.000.000
16	04/04/2018	3.000.000.000	3.000.000.000	0	13,00%	24-feb-26	7,9	3.000.000.000
17	04/04/2018	3.000.000.000	3.000.000.000	0	13,00%	02-abr-26	8,0	3.000.000.000
		<b>50.000.000.000</b>	<b>50.000.000.000</b>	<b>0</b>				<b>50.000.000.000</b>

Este Programa de Emisión, junto con las nuevas emisiones proyectadas de bonos, y todas las emisiones vigentes, sumado a 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 moderado 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.

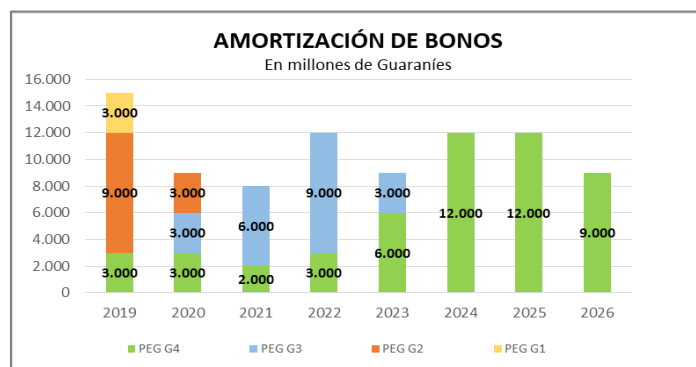
Será un factor clave ir aumentando el capital de la empresa, en la medida que se incremente el endeudamiento, lo que deberá ir acompañado del crecimiento de las ventas con mayor calidad de cartera. Esta equilibrada relación entre la estructura financiera y operativa del negocio, está basada en la generación de un adecuado flujo de caja operativo, 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. 86.000 millones. El último Programa PEG G4 por Gs. 50.000 millones fue emitido en 17 series alcanzando una colocación de Gs. 50.000 millones, habiendo sido emitidas 7 series por Gs. 20.000 millones en el año 2018.

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, 2 y 3 por Gs. 9.000 millones, quedando un saldo vigente de Gs. 3.000 millones, cuyo vencimiento es el 08/Ene/19. 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. 21.000 millones en 7 series. Al corte analizado, el saldo total de la Deuda Bursátil incluyendo capital e intereses devengados fue de Gs. 86.540 millones.

Programa	Año de Emisión	Monto Emitido	Pagado	Saldo Vigente
PEG G1	2.013	12.000.000.000	9.000.000.000	3.000.000.000
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	50.000.000.000	0	50.000.000.000
<b>TOTAL DEUDA</b>		<b>98.000.000.000</b>	<b>12.000.000.000</b>	<b>86.000.000.000</b>



## RESUMEN DE CARTERA Y RATIOS FINANCIEROS

Empresa Izaguirre Barrail Inversora S.A.E.C.A. - IBISAECA						
PRINCIPALES RATIOS	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	Var%
<b>CARTERA</b>						
Cartera de Créditos	113.877	140.448	153.810	155.734	181.759	16,7%
Previsiones	1.500	3.038	6.038	2.450	4.578	86,9%
Cartera Neta de Créditos	112.377	137.410	147.772	153.284	177.181	15,6%
Cartera Neta/Activo Total	82,2%	78,7%	80,0%	76,7%	79,9%	4,1%
Cartera vencida >90 días	10.017	16.182	23.747	47.517	46.194	-2,8%
Morosidad >90 días	8,8%	11,5%	15,4%	30,5%	25,4%	-16,7%
Morosidad del Patrimonio Neto	15,4%	20,0%	27,7%	56,5%	52,5%	-7,1%
Reserva para Previsión	2.086	2.086	2.086	2.086	2.086	0,0%
Índice de Cobertura	35,8%	31,7%	34,2%	9,5%	14,4%	51,1%
<b>LIQUIDEZ</b>						
Liquidez Corriente	1,49	1,52	1,89	3,29	2,46	-25,2%
Prueba Ácida	1,36	1,42	1,82	3,22	2,40	-25,2%
Ratio de Efectividad	0,07	0,10	0,07	0,20	0,15	-27,7%
Capital de Trabajo	22.236	28.766	48.498	91.993	69.596	-24,3%
Indice de Capital de Trabajo	16,3%	16,5%	26,3%	46,0%	31,4%	-31,8%
<b>GESTIÓN</b>						
Rotación de Inventario	3,10	3,09	3,85	3,20	3,92	22,4%
Rotación de Cartera	0,63	0,49	0,37	0,25	0,30	21,1%
Ciclo Operacional (en días)	696	856	1.088	1.570	1.296	-17,5%
Periodo promedio de cobro (en días)	578	738	994	1.456	1.203	-17,4%
Periodo promedio de pago (en días)	177	184	183	331	319	-3,4%
Apalancamiento Operativo	1,69	1,59	1,92	1,78	1,91	7,1%
<b>ENDEUDAMIENTO</b>						
Solvencia (Recursos propios)	47,6%	46,4%	46,4%	42,1%	39,7%	-5,7%
Endeudamiento	52,4%	53,6%	53,6%	57,9%	60,3%	4,1%
Apalancamiento	1,10	1,15	1,16	1,38	1,52	10,4%
Apalancamiento Financiero	2,63	3,15	5,25	16,73	10,31	-38,4%
Cobertura de Gastos Financieros	4,97	3,17	1,47	1,07	1,29	20,4%
Cobertura de las Obligaciones	44,0%	35,0%	22,0%	14,5%	57,6%	296,5%
Deuda Total/EBITDA	2,14	2,68	3,84	8,03	4,87	-39,4%
Gastos Financieros/EBITDA	18,9%	29,5%	57,6%	109,3%	66,6%	-39,0%
<b>RENTABILIDAD y EFICIENCIA</b>						
Rentabilidad del Activo (ROA)	15,7%	11,0%	4,0%	0,9%	2,2%	139,4%
Rentabilidad del Patrimonio (ROE)	49,4%	30,9%	9,5%	2,2%	5,8%	162,7%
Margen Bruto	74,3%	75,1%	74,0%	76,8%	81,5%	6,0%
Margen Operacional (EBITDA)	46,6%	50,3%	45,6%	36,9%	9,2%	-75,2%
Margen Neto	31,5%	29,0%	13,9%	4,9%	49,8%	922,0%
Ventas Netas/Activo Total	52,6%	39,8%	30,6%	19,5%	24,9%	27,3%
Eficiencia Operacional	62,7%	67,0%	61,7%	48,1%	61,1%	27,2%
Gastos de Administración/EBITDA	22,6%	18,6%	23,8%	50,3%	33,9%	-32,7%
Costo de Mercaderías/Ventas	25,7%	24,9%	26,0%	23,2%	18,5%	-20,0%

**CUADRO COMPARATIVO DEL BALANCE Y ESTADO DE RESULTADOS**

<b>Empresa Izaguirre Barrail Inversora S.A.E.C.A. - IBISAECA</b>						
<b>En millones de Guaraníes</b>						
<b>BALANCE</b>	<b>dic-14</b>	<b>dic-15</b>	<b>dic-16</b>	<b>dic-17</b>	<b>dic-18</b>	<b>Var%</b>
Disponibilidades	2.990	5.503	3.554	8.234	7.057	-14,3%
Créditos	57.557	71.562	93.446	115.932	106.193	-8,4%
Previsiones	0	-817	-3.274	-384	-1.256	227,1%
Inventarios	5.964	5.608	3.818	2.824	2.609	-7,6%
Otros	816	2.373	5.164	5.640	2.708	-52,0%
<b>Activo Corriente</b>	<b>67.327</b>	<b>84.229</b>	<b>102.708</b>	<b>132.246</b>	<b>117.311</b>	<b>-11,3%</b>
Créditos	56.320	68.886	60.364	39.802	75.566	89,9%
Previsiones	-1.500	-2.221	-2.764	-2.066	-3.322	60,8%
Bienes de uso	14.459	20.180	21.742	21.847	21.768	-0,4%
Otros	83	3.531	2.599	7.979	10.484	31,4%
<b>Activo No Corriente</b>	<b>69.362</b>	<b>90.376</b>	<b>81.941</b>	<b>67.562</b>	<b>104.496</b>	<b>54,7%</b>
<b>ACTIVO TOTAL</b>	<b>136.689</b>	<b>174.605</b>	<b>184.649</b>	<b>199.808</b>	<b>221.807</b>	<b>11,0%</b>
Deuda Comercial	12.301	11.123	7.596	3.116	2.981	-4,3%
Deuda Financiera	30.630	40.806	41.763	28.350	28.748	1,4%
Deuda Bursátil	1.221	3.000	3.335	7.218	13.418	85,9%
Otros	939	534	1.516	1.569	2.568	63,7%
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>45.091</b>	<b>55.463</b>	<b>54.210</b>	<b>40.253</b>	<b>47.715</b>	<b>18,5%</b>
Deuda Financiera	2.460	4.542	1.930	9.600	12.712	32,4%
Deuda Bursátil	23.456	33.000	42.000	65.404	73.122	11,8%
Otros	657	513	900	519	279	-46,2%
<b>Pasivo No Corriente</b>	<b>26.573</b>	<b>38.055</b>	<b>44.830</b>	<b>75.523</b>	<b>86.113</b>	<b>14,0%</b>
<b>PASIVO TOTAL</b>	<b>71.664</b>	<b>93.518</b>	<b>99.040</b>	<b>115.776</b>	<b>133.828</b>	<b>15,6%</b>
Capital	38.000	55.000	70.000	73.000	73.000	0,0%
Reservas	5.515	6.967	8.149	9.224	10.175	10,3%
Resultado del Ejercicio	21.510	19.120	7.460	1.808	4.804	165,7%
<b>PATRIMONIO NETO</b>	<b>65.025</b>	<b>81.087</b>	<b>85.609</b>	<b>84.032</b>	<b>87.979</b>	<b>4,7%</b>
<b>RESULTADO</b>	<b>dic-14</b>	<b>dic-15</b>	<b>dic-16</b>	<b>dic-17</b>	<b>dic-18</b>	<b>Var%</b>
Ventas Netas	71.887	69.484	56.504	39.030	55.163	41,3%
Costo de Mercaderías	-18.474	-17.336	-14.704	-9.041	-10.223	13,1%
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>53.413</b>	<b>52.148</b>	<b>41.800</b>	<b>29.989</b>	<b>44.940</b>	<b>49,9%</b>
Gastos de Ventas	-12.335	-10.680	-9.883	-8.323	-8.164	-1,9%
Gastos de Administración	-7.567	-6.511	-6.135	-7.251	-9.302	28,3%
<b>Utilidad Operacional (EBITDA)</b>	<b>33.511</b>	<b>34.957</b>	<b>25.782</b>	<b>14.415</b>	<b>27.474</b>	<b>90,6%</b>
Previsiones	-1.500	-1.500	-3.028	3.575	-2.809	-178,6%
Depreciacion	-491	-740	-957	-1.175	-1.133	-3,6%
<b>Utilidad Operacional Neta (UAI)</b>	<b>31.520</b>	<b>32.717</b>	<b>21.797</b>	<b>16.815</b>	<b>23.532</b>	<b>39,9%</b>
Gastos Financieros	-6.344	-10.327	-14.847	-15.753	-18.309	16,2%
<b>Utilidad Ordinaria</b>	<b>25.176</b>	<b>22.390</b>	<b>6.950</b>	<b>1.062</b>	<b>5.223</b>	<b>391,8%</b>
Ingresos No Operativos	0	0	2.004	1.328	533	-59,9%
<b>Utilidad Antes de Impuestos (UAI)</b>	<b>25.176</b>	<b>22.390</b>	<b>8.954</b>	<b>2.390</b>	<b>5.756</b>	<b>140,8%</b>
Impuesto a la Renta	-2.534	-2.264	-1.103	-488	-699	43,2%
<b>UTILIDAD NETA</b>	<b>22.642</b>	<b>20.126</b>	<b>7.851</b>	<b>1.902</b>	<b>5.057</b>	<b>165,9%</b>
Reserva Legal	-1.132	-1.006	-391	-94	-253	169,1%
<b>RESULTADO DEL EJERCICIO</b>	<b>21.510</b>	<b>19.120</b>	<b>7.460</b>	<b>1.808</b>	<b>4.804</b>	<b>165,7%</b>

La publicación de la Calificación de Solvencia de la Empresa Izaguirre Barrail Inversora S.A.E.C.A. (IBISAECA) y del Programa de Emisión Global PEG G4, se realiza conforme a lo dispuesto por la Ley N° 3.899/09 y la Resolución CNV CG N° 01/19.

Corte de calificación:	31 de Diciembre de 2018
Fecha de calificación:	24 de Mayo de 2019
Fecha de publicación:	24 de Mayo de 2019
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 G4</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 2018 por la firma BCA Benitez Codas & Asociados.
- 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>C.P. Sandybelle Avalos</b> Analista de Riesgos
--	--