

## INFORME DE ACTUALIZACIÓN

Fecha de Corte al 31 de Diciembre de 2017

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

**IBISAECA – Programa de Emisión Global PEG G3**

Calificación sobre la Emisión y la Solvencia del Emisor			
PEG G3	Actualización (*)	Actualización	BBB: Corresponde a aquellas entidades que cuentan con una suficiente capacidad de pago, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el ente, en la industria a que pertenece o en la economía.
Fecha de Corte	30/Jun/2017	31/Dic/2017	
Categoría	pyA-	pyBBB+	
Tendencia	Sensible (-)	Estable	

(\*) 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 G3 con fecha de corte al 31 de Diciembre de 2017, en base a los siguientes aspectos que inciden mayormente 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, aunque con tendencia decreciente durante los últimos años.
Adecuados indicadores de endeudamiento y apalancamiento, con menor concentración en el corto plazo, aunque con tendencia creciente durante los últimos años, en especial en el 2017 debido a las nuevas emisiones de Bonos.
Adecuados índices de liquidez con elevado nivel de capital de trabajo, aunque con ajustado flujo de caja en el 2017, debido a la reducción en las ventas y en las cobranzas a causa de la restricción (blindaje) establecida por el Gobierno, para el descuento salarial de los funcionarios públicos.
Modelo de negocio basado en una adecuada estructura operacional, con esquema de cobranzas a través del descuento de salarios, lo que permite la especialización de la gestión de ventas y comercialización de los productos.
Buen posicionamiento en su nicho de mercado, con portafolio de productos diversificados y competitivos, con amplia red de distribución y cobertura geográfica.

Implementación en el 2017 del criterio contable del devengamiento gradual de intereses sobre las facturaciones de los préstamos, de conformidad con el flujo de recuperación de los créditos, lo que ha contribuido a que los estados contables reflejen con mayor fidelidad la situación económica y financiera 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.

Concentración de la cartera de créditos en funcionarios públicos, especialmente militares, docentes y personal de blanco, 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, aunque en el 2017 se ha iniciado una diversificación de productos crediticios incorporando otros segmentos de clientes como la MiPymes y Asociaciones de Empleados del sector privado.

Baja rotación de inventario y de cartera, con aumento del ciclo operacional y del periodo promedio de cobro, debido a las menores ventas y a la reducción de las cobranzas.

Aumento de la estructura de costos, especialmente de los gastos financieros debido al mayor endeudamiento durante los últimos años, lo que ha empezado a presionar sobre el flujo de caja y la generación de utilidades.

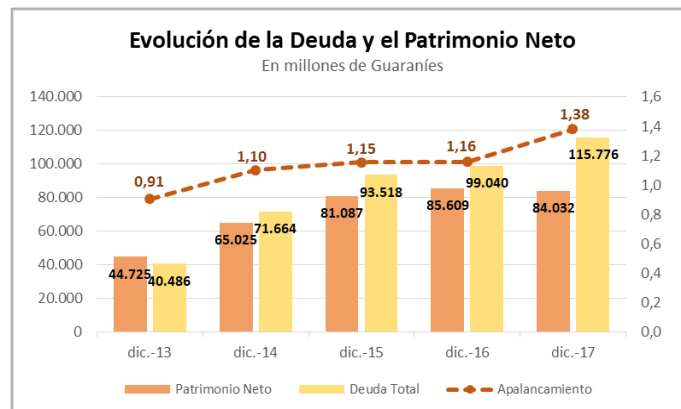
Disminución de los márgenes de utilidad y de los índices de rentabilidad durante los últimos años, en especial en el 2017, debido a la reducción de la Utilidad Operacional (ENITDA) y al aumento de los gastos financieros.

La disminución de la Categoría de **pyA-** a **pyBBB+** de la calificación de IBISAECA, se debe al deterioro de la cartera crediticia y a la disminución de los márgenes de utilidad, durante los últimos años y en especial en el 2017, lo cual eleva el riesgo de un eventual deterioro de la solvencia patrimonial en el futuro, en caso de continuar esta tendencia negativa. Las menores ventas y la disminución de las cobranzas, han generado flujos operativos negativos o muy ajustados, sobre todo en los años de bajas ventas, lo que ha implicado la necesidad de un constante financiamiento para capital operativo. Esta situación de un mayor endeudamiento con menores niveles de ventas y de cobranzas, ha generado menores márgenes de utilidad neta y operacional (EBITDA), lo cual combinado con un mayor gasto financiero, ha generado una disminución tanto en la rentabilidad como en la cobertura de las obligaciones.

La **Tendencia Estable** refleja las adecuadas 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 fortalecer la gestión operativa del negocio, a fin de que se puedan mejorar los principales indicadores financieros en el 2018, en especial la calidad de la cartera mediante el incremento de las cobranzas, así como a través de la diversificación con nuevos productos crediticios. El principal factor de riesgo constituye el aumento de la morosidad de la cartera de créditos durante los últimos años, debido principalmente 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.

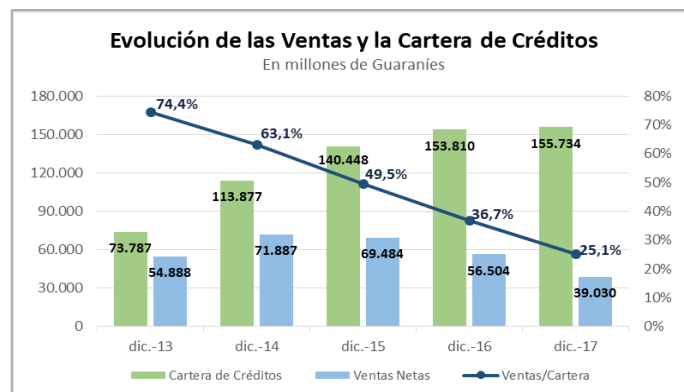
Aunque el mayor endeudamiento ha generado un aumento de los gastos financieros, lo que sumado a la menor recuperación de la cartera, han generado menores márgenes de rentabilidad neta y operacional en el 2017, se espera para el 2018 un incremento en los ingresos operativos mediante una gestión más efectiva de cobranza, para lo cual se ha fortalecido la estructura interna, con la implementación de un call center conformado por un equipo especializado de cobranzas, para monitorear y gestionar la cartera vencida. Asimismo, para el 2018 se espera un cambio de política del Gobierno, que flexibilice las actuales restricciones para el descuento de los salarios de los funcionarios públicos, así como también podría darse una nueva compra de cartera por parte del BNF, con lo cual volverían a aumentar las cobranzas vía libranzas, aunque también se espera recibir cobros vía embargo de salarios de los clientes judicializados, como un plan alternativo de recuperación.

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. La Deuda Total ha aumentado 186% desde Gs. 40.486 millones en Dic13 a Gs. 115.776 millones en Dic17, mientras que el Patrimonio Neto ha aumentado 87,9% desde Gs. 44.725 millones en Dic13 a Gs. 84.032 millones en Dic17. Esta situación ha hecho que el índice de Apalancamiento suba desde 0,91 en Dic13 a 1,38 en Dic17, registrando un incremento del 19,1% en el 2017 con respecto a 1,16 en Dic16.

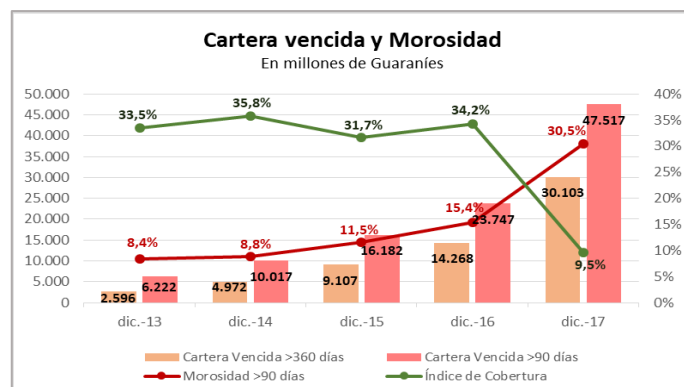


Aunque el mayor endeudamiento ha comenzado a presionar sobre los índices de solvencia y rentabilidad de la empresa, los mismos se mantienen en niveles razonables para el giro del negocio, comparado con el promedio de la industria, por lo cual todavía existe margen para seguir financiando el crecimiento de los activos, con nuevas emisiones de Deuda, que contribuyan en parte a canjear deuda financiera de corto plazo y a realizar las amortizaciones de deudas ya contraídas, 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. Para ello será un factor clave aumentar las ventas y los ingresos operativos, con la eventual posibilidad de diversificar el portafolio de productos y servicios, a fin de direccionar el negocio hacia otro tipo de segmento de clientes, con otro perfil de riesgo sin dependencia exclusiva de los descuentos de salarios públicos.

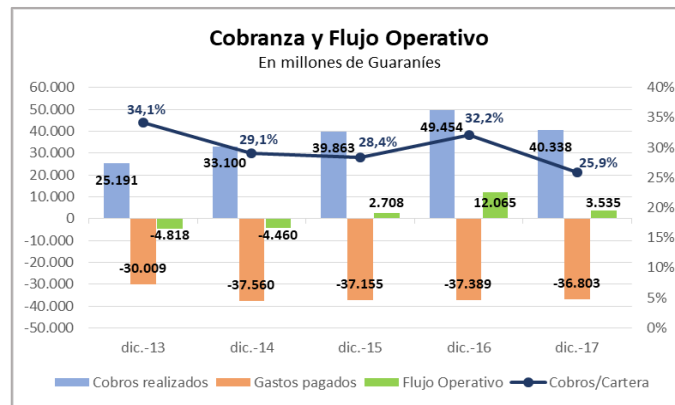
Como todo negocio en crecimiento y expansión, IBISAECA ha tenido que apalancarse con un mayor endeudamiento, aunque también ha realizado importantes aportes de capital, de tal forma a mantener una adecuada relación de deuda/capital y, como resultado, establecer un nivel apropiado de solvencia patrimonial. Esto ha permitido que el negocio pueda 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 a la implementación de préstamos en efectivo mediante la diversificación de la cartera con nuevos productos crediticios. De esta forma, el ratio de Ventas/Cartera ha ido disminuyendo desde 74,4% en Dic13 a 25,1% en Dic17.



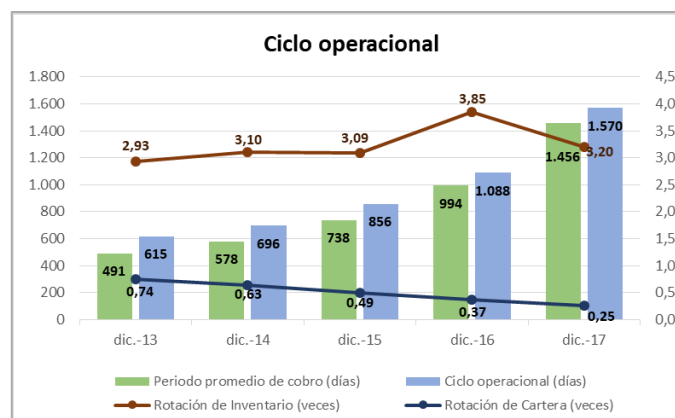
La reducción en las cobranzas y la recuperación de la cartera crediticia, ha generado el aumento de la cartera vencida >90 días en el 2017 de 100,1% desde Gs. 23.747 millones en Dic16 a Gs. 47.517 millones en Dic17, con el consecuente incremento de la morosidad de 15,4% en Dic16 a 30,5% en Dic17. Si se considera el saldo de cartera con los intereses a devengar de Gs. 161.450 millones, la morosidad es de 29,43%. Este aumento estuvo dado por el deterioro y la maduración de la cartera vencida, ya que la cartera vencida >360 días se incrementó 111% de Gs. 14.268 millones en Dic16 a Gs. 30.103 millones en Dic17. Esta situación de deterioro 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.



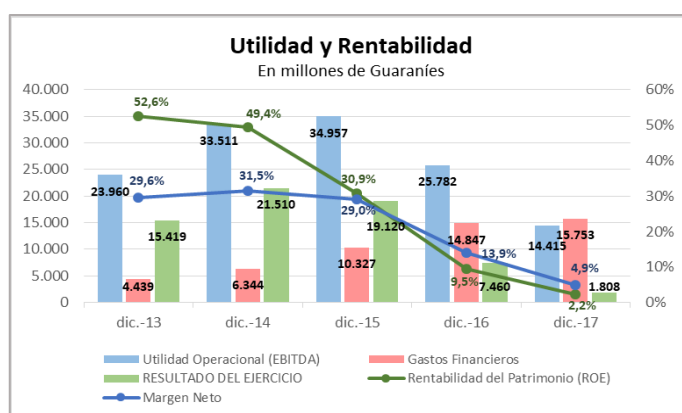
Las menores ventas y la reducción en las cobranzas netas, han generado una disminución de 18,4% de los cobros de efectivo realizados en el año 2017, de Gs. 49.454 millones en Dic16 a Gs. 40.338 millones en Dic17, mientras que los gastos pagados se han mantenido relativamente estables durante los últimos años, registrando una leve disminución de 1,6% en el 2017 de Gs. 37.389 millones en Dic16 a Gs. 36.803 millones en Dic17. Esta reducción de los ingresos operativos, ha generado una disminución de 70,7% del flujo de caja operativo de Gs. 12.065 millones en Dic16 a Gs. 3.535 millones en Dic17. 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.



El ajustado flujo de caja operativo, 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 periodo promedio de cobro de 994 días en Dic16 a 1.456 días en Dic17, con el consecuente aumento del ciclo operacional de 1.088 días en Dic16 a 1.570 días en Dic17. La rotación de inventarios ha bajado de 3,85 veces en Dic16 a 3,20 veces en Dic17, mientras que la rotación de cartera ha disminuido de 0,37 veces en Dic16 a 0,25 veces en Dic17, lo que evidencia una lenta transformación de los inventarios y de la cartera en ingresos efectivos, reflejando una menor capacidad de venta y comercialización de sus productos, debido principalmente a la situación restrictiva de su mercado objetivo y a la falta de diversificación de su cartera.



La disminución en la tasa de crecimiento de las ventas durante los últimos años, registrando un decrecimiento en el 2017, 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 al menor crecimiento de las ventas, y al considerable incremento de los Gastos Financieros en los últimos años, aumentando 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 2017, el Resultado del Ejercicio disminuyó 75,8% de Gs. 7.460 millones en Dic16 a Gs. 1.808 millones en Dic17.

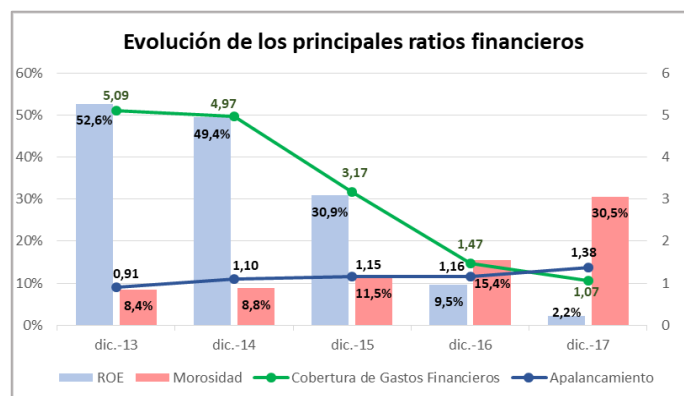


RISK MÉTRICA considera que IBISAECA posee al 31 de Diciembre de 2017 una razonable solvencia patrimonial, a pesar de la tendencia de deterioro de los últimos años, producto de constantes capitalizaciones de utilidades y acumulación de reservas, pero a un ritmo menor que el crecimiento del endeudamiento. IBISAECA registra un razonable nivel de apalancamiento a fines de Diciembre de 2017, aunque superior al promedio de la industria, cuyo costo financiero ha comenzado a generar limitaciones en el flujo de caja y en la rentabilidad de la empresa, lo cual brinda un acotado margen para nuevas emisiones de deuda. Será fundamental incrementar la capacidad de generar ventas y nuevos negocios, así como mantener una adecuada liquidez con elevado capital de trabajo, a fin de elevar la rotación de los inventarios y la cartera.

Si bien IBISAECA se encuentra aún en etapa de crecimiento y consolidación de su negocio, no obstante, la tendencia en los últimos años ha sido de un mayor aumento del endeudamiento con respecto a la capitalización de la entidad, lo que ha generado como característica dinámica una disminución persistente del ratio de solvencia y un aumento del endeudamiento, lo cual ha generado un mayor costo financiero, que ha afectado el margen neto de utilidad durante los últimos años, en especial en el 2017. Asimismo, la cartera de créditos se ha ido deteriorando debido a la dificultad para recuperar los préstamos. Esta situación de mayor riesgo crediticio, con mayor endeudamiento y menor rentabilidad, ha estado acompañada de una menor capacidad de ventas, lo cual ha generado menores ingresos operativos y un flujo de caja ajustado.

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 de bajos ingresos. 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, como ocurrió efectivamente en el 2017, 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 las deudas de este sector.

La combinación de un mayor endeudamiento con menores ventas y una reducida recuperación de la cartera crediticia, ha comenzado a afectar la generación de utilidades netas, principalmente debido al aumento de los gastos financieros, con una estructura operacional más costosa, lo cual ha elevado el riesgo de un mayor deterioro de la solvencia patrimonial. Por consiguiente, los principales desafíos de IBISAECA 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. Un desafío adicional para IBISAECA será la diversificación del portafolio de productos y servicios, a fin de abarcar otros segmentos de clientes menos vulnerables a los ciclos económicos con menor exposición al riesgo político. Asimismo, se debería considerar la necesidad de 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.



*Finalmente, el principal desafío de IBISAECA para el año 2018, 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, lo cual será fundamental para mantener la solvencia de la empresa. Para ello será un factor clave seguir fortaleciendo la gestión operacional del negocio, para incrementar los ingresos operativos mediante mayores ventas y cobranzas.*

## 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) G3</b>	
Autorización de la CNV	Resolución N° 47 E/15 del 28/Ago/15
Denominación	G3
Tipo	Bonos
Monto y Moneda	Gs. 21.000.000.000.- (Guaraníes Veintiún 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	Capital operativo
Agente intermediario	VALORES Casa de Bolsa S.A.

<b>Programa de Emisión Global PEG G3: Monto autorizado Gs. 21.000.000.000.-</b>								
Fecha	Serie	Emitido Gs.	Colocado Gs.	Vencido Gs.	Tasa anual	Fecha Vto.	Plazo Años	Vigente Gs.
15-sep-15	1	3.000.000.000	3.000.000.000	0	17,0%	14-nov-22	7,2	3.000.000.000
15-sep-15	2	3.000.000.000	3.000.000.000	0	18,0%	16-ene-23	7,3	3.000.000.000
15-sep-15	3	3.000.000.000	3.000.000.000	0	15,0%	13-sep-22	7,0	3.000.000.000
08-abr-16	4	3.000.000.000	3.000.000.000	0	16,0%	06-ene-22	5,8	3.000.000.000
08-abr-16	5	3.000.000.000	3.000.000.000	0	15,5%	07-abr-21	5,0	3.000.000.000
08-abr-16	6	3.000.000.000	3.000.000.000	0	15,5%	07-jul-21	5,2	3.000.000.000
12-sep-16	7	3.000.000.000	3.000.000.000	0	15,0%	07-oct-20	4,1	3.000.000.000
		<b>21.000.000.000</b>	<b>21.000.000.000</b>	<b>0</b>				<b>21.000.000.000</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.

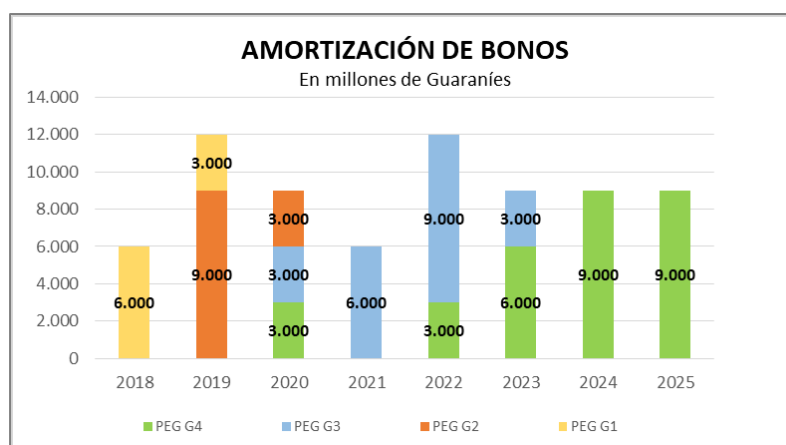
Como resultado del análisis y la proyección de distintos escenarios, se puede concluir que IBISAECA cuenta con escaso margen para seguir apalancando el negocio, considerando que los gastos financieros han adquirido un peso relevante en la estructura de costos, afectando la capacidad de generación de 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. 78.000 millones, cuyo saldo de capital vigente es de Gs. 72.000 millones. El último Programa PEG G4 por Gs. 50.000 millones fue emitido en 10 series alcanzando una colocación de Gs. 30.000 millones, quedando pendiente un saldo de Gs. 20.000 millones que se espera colocar durante el primer semestre del 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 fue amortizada la Serie 1, quedando un saldo vigente de Gs. 9.000 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. 21.000 millones en 7 series. Al corte analizado, el saldo total de la Deuda Bursátil incluyendo capital e intereses devengados fue de Gs. 72.622 millones.

Programa	Año de Emisión	Monto Emitido	Pagado	Saldo Vigente
PEG G1	2.013	12.000.000.000	3.000.000.000	9.000.000.000
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
<b>TOTAL DEUDA</b>		<b>78.000.000.000</b>	<b>6.000.000.000</b>	<b>72.000.000.000</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%
<b>CARTERA</b>						
Cartera de Créditos	73.787	113.877	140.448	153.810	155.734	1,3%
Previsiones	0	1.500	3.038	6.038	2.450	-59,4%
Cartera Neta de Créditos	73.787	112.377	137.410	147.772	153.284	3,7%
Cartera Neta/Activo Total	86,59%	82,21%	78,70%	80,03%	76,72%	-4,1%
Cartera vencida >90 días	6.222	10.017	16.182	23.747	47.517	100,1%
Morosidad >90 días	8,43%	8,80%	11,52%	15,44%	30,51%	97,6%
Reserva para Previsión	2.086	2.086	2.086	2.086	2.086	0,0%
Índice de Cobertura	33,53%	35,80%	31,66%	34,21%	9,55%	-72,1%
<b>LIQUIDEZ</b>						
Liquidez Corriente	1,88	1,49	1,52	1,89	3,29	73,4%
Prueba Ácida	1,68	1,36	1,42	1,82	3,22	76,3%
Ratio de Efectividad	0,14	0,07	0,10	0,07	0,20	212,0%
Capital de Trabajo	23.755	22.236	28.766	48.498	91.993	89,7%
Índice de Capital de Trabajo	27,88%	16,27%	16,47%	26,26%	46,04%	75,3%
<b>GESTIÓN</b>						
Rotación de Inventario	2,93	3,10	3,09	3,85	3,20	-16,9%
Rotación de Cartera	0,74	0,63	0,49	0,37	0,25	-31,8%
Ciclo Operacional (en días)	615	696	856	1.088	1.570	44,3%
Periodo promedio de cobro (en días)	491	578	738	994	1.456	46,6%
Periodo promedio de pago (en días)	205	177	184	183	331	80,3%
Rotación de Activos Operacionales	0,69	0,61	0,49	0,37	0,25	-32,9%
Índice de Activos Operacionales	92,70%	86,58%	81,91%	82,10%	78,13%	-4,8%
Apalancamiento Operativo	1,75	1,69	1,59	1,92	1,78	-7,0%
<b>ENDEUDAMIENTO</b>						
Solvencia (Recursos propios)	52,49%	47,57%	46,44%	46,36%	42,06%	-9,3%
Endeudamiento	47,51%	52,43%	53,56%	53,64%	57,94%	8,0%
Apalancamiento	0,91	1,10	1,15	1,16	1,38	19,1%
Apalancamiento Financiero	2,37	2,63	3,15	5,25	16,73	218,6%
Cobertura de Gastos Financieros	5,09	4,97	3,17	1,47	1,07	-27,3%
Cobertura de las Obligaciones	0,56	0,44	0,35	0,22	0,15	-34,0%
Deuda Total/EBITDA	1,69	2,14	2,68	3,84	8,03	109,1%
Gastos Financieros/EBITDA	18,53%	18,93%	29,54%	57,59%	109,28%	89,8%
<b>RENTABILIDAD</b>						
Rentabilidad del Activo (ROA)	18,10%	15,74%	10,95%	4,04%	0,90%	-77,6%
Rentabilidad del Patrimonio (ROE)	52,61%	49,43%	30,86%	9,55%	2,20%	-77,0%
Margen Bruto	72,24%	74,30%	75,05%	73,98%	76,84%	3,9%
Margen Operacional (EBITDA)	43,65%	46,62%	50,31%	45,63%	36,93%	-19,1%
Margen Neto	29,57%	31,50%	28,96%	13,89%	4,87%	-64,9%
Rentabilidad del Activo Operacional	30,33%	28,32%	24,44%	17,01%	9,23%	-45,7%
Eficiencia Operacional	39,57%	37,26%	32,97%	38,32%	51,93%	35,5%
Gastos de Administración/EBITDA	26,27%	22,58%	18,63%	23,80%	50,30%	111,4%
Costo de Mercaderías/Ventas	27,76%	25,70%	24,95%	26,02%	23,16%	-11,0%

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

<b>Empresa Izaguirre Barrail Inversora S.A.E.C.A. - IBISAECA</b>						
<b>En millones de Guaraníes</b>						
<b>BALANCE</b>	<b>dic-13</b>	<b>dic-14</b>	<b>dic-15</b>	<b>dic-16</b>	<b>dic-17</b>	<b>Var%</b>
Disponibilidades	3.870	2.990	5.503	3.554	8.234	131,7%
Créditos	41.351	57.557	71.562	93.446	115.932	24,1%
Previsiones	0	0	-817	-3.274	-384	-88,3%
Inventarios	5.207	5.964	5.608	3.818	2.824	-26,0%
Otros	406	816	2.373	5.164	5.640	9,2%
<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>
Créditos	32.436	56.320	68.886	60.364	39.802	-34,1%
Previsiones	0	-1.500	-2.221	-2.764	-2.066	-25,3%
Bienes de uso	1.829	14.459	20.180	21.742	21.847	0,5%
Otros	112	83	3.531	2.599	7.979	207,0%
<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>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>
Deuda Comercial	9.275	12.301	11.123	7.596	3.116	-59,0%
Deuda Financiera	14.904	30.630	40.806	41.763	28.350	-32,1%
Deuda Bursátil	1.399	1.221	3.000	3.335	7.218	116,4%
Otros	1.501	939	534	1.516	1.569	3,5%
<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>
Deuda Financiera	3.124	2.460	4.542	1.930	9.600	397,4%
Deuda Bursátil	10.283	23.456	33.000	42.000	65.404	55,7%
Otros	0	657	513	900	519	-42,3%
<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>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>
Capital	25.000	38.000	55.000	70.000	73.000	4,3%
Reservas	4.306	5.515	6.967	8.149	9.224	13,2%
Resultado del Ejercicio	15.419	21.510	19.120	7.460	1.808	-75,8%
<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>RESULTADO</b>	<b>dic-13</b>	<b>dic-14</b>	<b>dic-15</b>	<b>dic-16</b>	<b>dic-17</b>	<b>Var%</b>
Ventas Netas	54.888	71.887	69.484	56.504	39.030	-30,9%
Costo de Mercaderías	-15.236	-18.474	-17.336	-14.704	-9.041	-38,5%
<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>
Gastos de Ventas	-9.397	-12.335	-10.680	-9.883	-8.323	-15,8%
Gastos de Administración	-6.295	-7.567	-6.511	-6.135	-7.251	18,2%
<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>
Previsiones	-966	-1.500	-1.500	-3.028	3.575	-218,1%
Depreciacion	-387	-491	-740	-957	-1.175	22,8%
<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>
Gastos Financieros	-4.439	-6.344	-10.327	-14.847	-15.753	6,1%
<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>
Ingresos No Operativos	0	0	0	2.004	1.328	-33,7%
<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>
Impuesto a la Renta	-1.937	-2.534	-2.264	-1.103	-488	-55,8%
<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>
Reserva Legal	-812	-1.132	-1.006	-391	-94	-76,0%
<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>

La publicación de la Calificación de Riesgos de Empresa Izaguirre Barrail Inversora S.A.E.C.A. (IBISAECA) para su Programa de Emisión Global G3, se realiza conforme a lo dispuesto por la Ley N° 3.899/09 y Resolución CNV N° 1.241/09.

Corte de calificación:	31 de Diciembre de 2017
Fecha de calificación:	29 de Agosto de 2018
Fecha de publicación:	29 de Agosto de 2018
Calificadora:	RISKMÉTRICA S.A. Calificadora de Riesgos Herrera 1.341 casi Paí Perez – Asunción Tel: 441-320 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 G3</b>	<b>pyBBB+</b>	<b>Estable</b>
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 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>Lic. Silvia Ramírez</b> Analista de Riesgos
--	---