

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 G4

Calificación sobre la Emisión y la Solvencia del Emisor			
PEG G4	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

La calificación 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 2017, se sustenta en 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.

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.

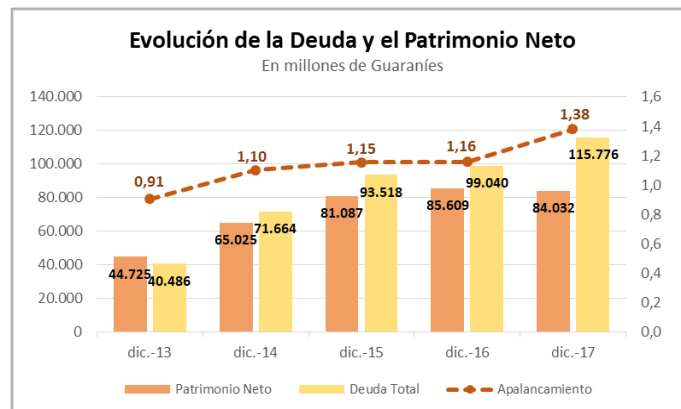
Disminución de los márgenes de utilidad y de los índices de rentabilidad durante los últimos años, en especial en el 2017, debido a la reducción de la Utilidad Operacional (ENITDA) y al aumento de los gastos financieros.

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.

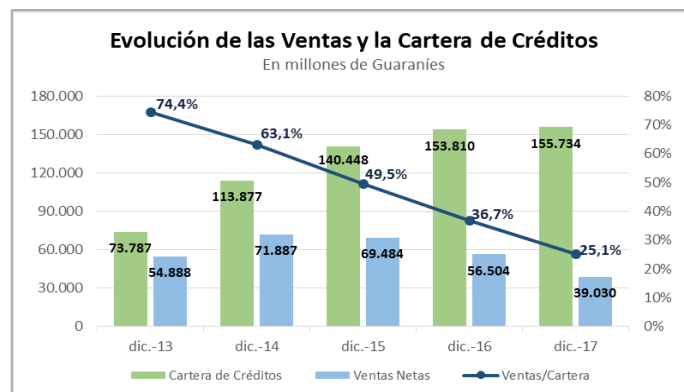
Aunque el mayor endeudamiento ha generado un aumento de los gastos financieros, lo que sumado a la menor recuperación de la cartera, han generado menores márgenes de rentabilidad neta y operacional en el 2017, se espera para el 2018 un incremento en los ingresos operativos mediante una gestión más efectiva 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.

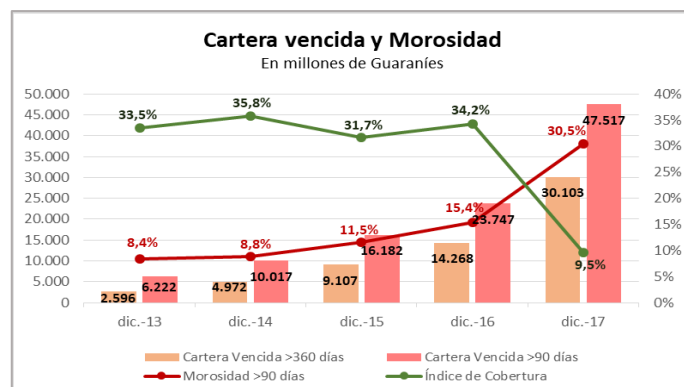


Aunque el mayor endeudamiento ha comenzado a presionar sobre los índices de solvencia y rentabilidad de la empresa, los mismos se mantienen en niveles razonables para el giro del negocio, comparado con el promedio de la industria, por lo cual todavía existe margen para seguir financiando el crecimiento 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.

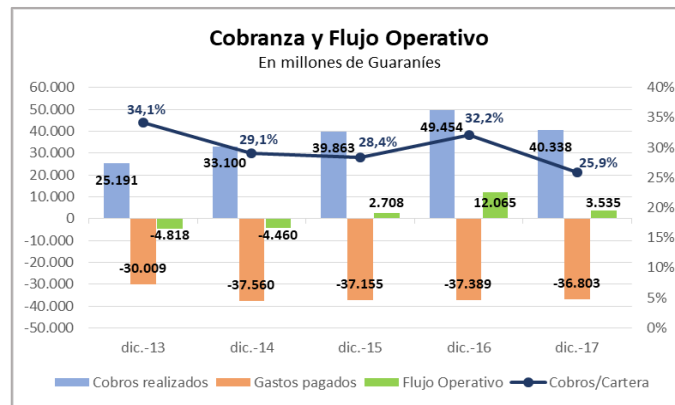
Como todo negocio en crecimiento y expansión, IBISAECA ha tenido que apalancarse con un mayor endeudamiento, aunque también ha realizado importantes aportes de capital, de tal forma a mantener una adecuada relación de deuda/capital y, como resultado, establecer un nivel apropiado de solvencia patrimonial. 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.



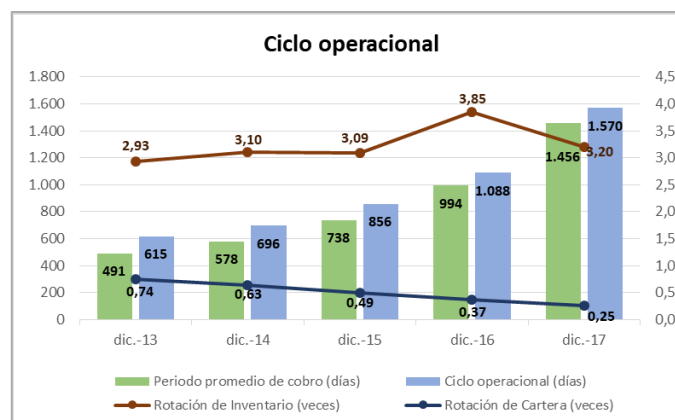
La reducción en las cobranzas y la recuperación de la cartera crediticia, ha generado el aumento de la cartera vencida >90 días en el 2017 de 100,1% desde Gs. 23.747 millones en Dic16 a Gs. 47.517 millones en Dic17, con el consecuente incremento de la morosidad de 15,4% en Dic16 a 30,5% en Dic17. Si 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.



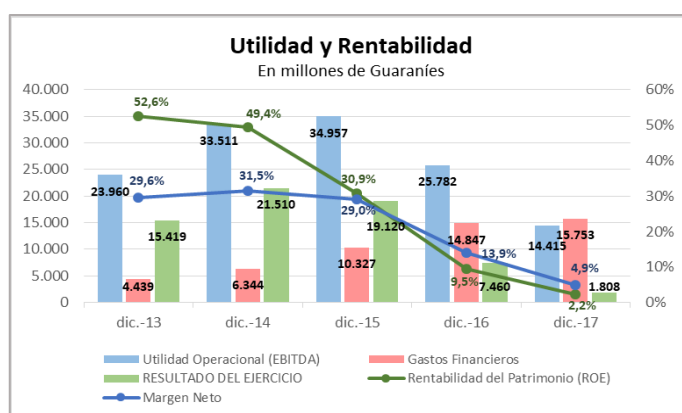
Las menores ventas y la reducción en las cobranzas netas, han generado una disminución de 18,4% de los cobros de efectivo realizados en el año 2017, de Gs. 49.454 millones en Dic16 a Gs. 40.338 millones en Dic17, mientras que los gastos pagados se han mantenido relativamente estables durante los últimos 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.

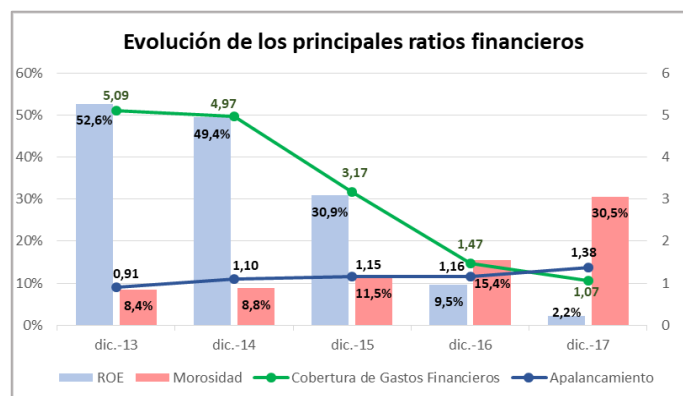


RISK MÉTRICA considera que IBISAECA posee al 31 de Diciembre de 2017 una razonable solvencia patrimonial, a pesar de la tendencia de deterioro de los últimos años, producto de constantes capitalizaciones de utilidades y acumulación de reservas, pero a un ritmo menor que el crecimiento del endeudamiento. 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.

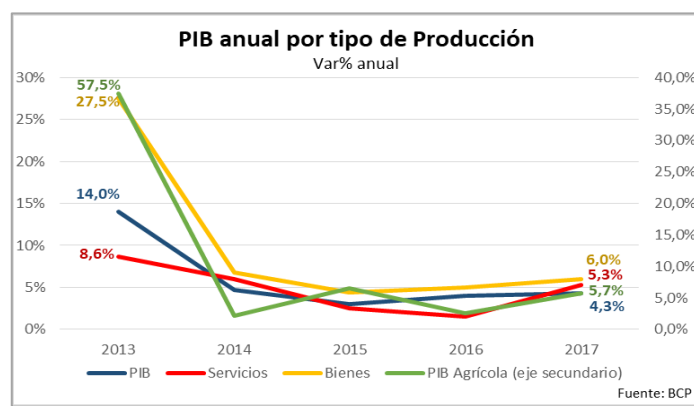
Aunque IBISAECA ha logrado consolidar su negocio en su nicho de mercado, su cartera de créditos aún se encuentra en una etapa de maduración, considerando la alta dependencia de la calidad de la cartera, a la posibilidad de realizar los descuentos de los salarios de los clientes, quienes son mayormente 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.

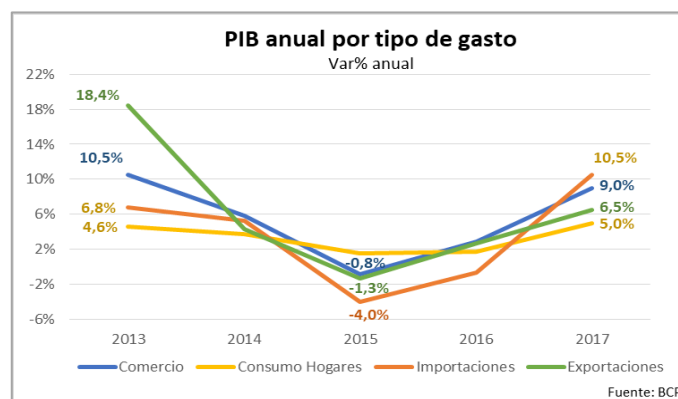


ANÁLISIS DE LA ECONOMÍA Y LA INDUSTRIA

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 8% durante el periodo 2010-2013. El crecimiento del PIB se redujo de 14,0% en el 2013 a 4,3% en el 2017, registrando su menor tasa de crecimiento de 3,0% en el 2015, con una leve recuperación en el 2017 alcanzando un crecimiento de 4,3%. La retracción económica se agudizó mayormente desde el segundo trimestre 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.

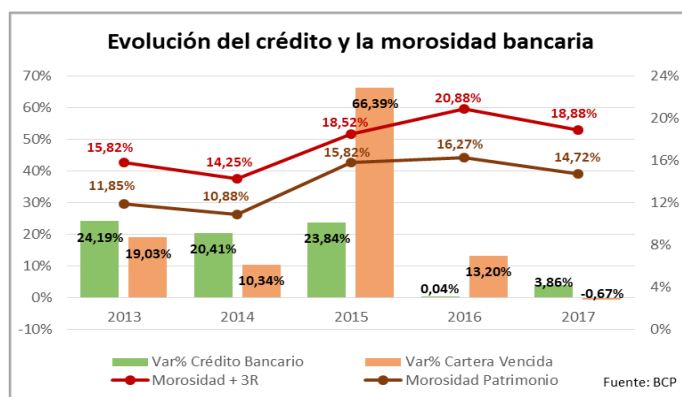


El sector Agrícola, principal componente del PIB con el 20% de participación de la producción nacional, creció a un promedio de 21,5% durante el periodo 2010-2013 y sólo a un promedio de 3,5% durante el periodo 2014-2016, lo que se evidenció en una reducción de la tasa de crecimiento del PIB Agrícola desde 57,5% en el 2013 a 2,5% en el 2016, registrando una leve recuperación de 5,7% en el 2017. Esta reducción del crecimiento del PIB Agrícola, fue la principal causa para que el crecimiento del sector total de la Producción de Bienes también se haya reducido, desde 27,5% en el 2013 a 6,0% en el 2017. Otro sector afectado por la desaceleración económica fue el de los Servicios, cuya tasa de crecimiento se redujo de 8,6% en el 2013 a 1,5% en el 2016, registrando una recuperación en el 2017 alcanzando un crecimiento de 5,3%.



El Consumo privado de los Hogares bajó de 4,6% en el 2013 alcanzando un mínimo de 1,5% en el 2015, para luego recuperarse y volver a subir a 5,0% en el 2017. Asimismo, el sector Comercio sufrió una caída en su evolución anual del 10,5% en el 2013, alcanzando un mínimo de -0,8% en el 2015, para recuperarse y subir a 9,0% en el 2017. Las Importaciones disminuyeron de una variación anual del 6,8% en el 2013 llegando a un mínimo de -4,0% en el 2015 y de -0,7% en Dic16, registrando una recuperación en el 2017 alcanzando un crecimiento de 10,5%. Por otro lado, las exportaciones del país también se redujeron en estos años de desaceleración de la economía, debido principalmente a las menores exportaciones de granos y derivados de la soja, las que resultaron afectadas especialmente por la baja en los precios internacionales de las materias primas.

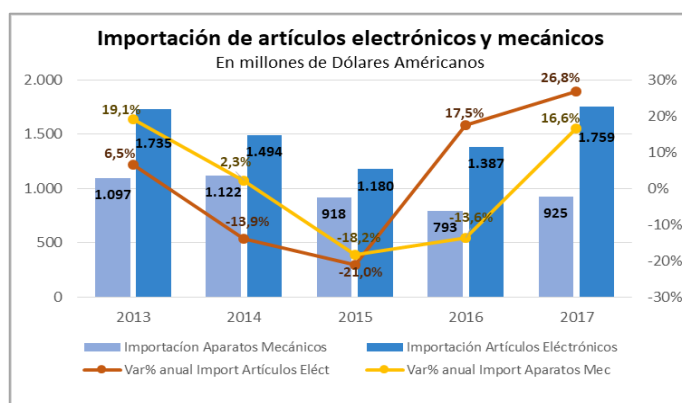
Un factor que también incidió en la baja del Consumo y el Comercio durante el periodo 2014-2016, fue la reducción del Ingreso Real de la economía, lo cual se reflejó en la disminución del Índice de Poder Adquisitivo que bajó de 25,8 en Dic14 a 19,8 en Dic16, generando una menor capacidad de compra en los consumidores, registrando una recuperación en el 2017 subiendo a 26,1. Esta situación también afectó al sistema financiero, ya que durante el periodo 2014-2016 la morosidad del sector bancario aumentó considerablemente, principalmente a consecuencia de las retracciones del Consumo y el Comercio, lo que derivó en una dificultad para recuperar los créditos. La Cartera Vencida de los Bancos aumentó 66,39% en el 2015, mientras que el índice de Morosidad + 3R se incrementó de 14,25% en Dic14 a 20,88% en Dic16.



En este contexto económico con moderado y concentrado crecimiento, luego del periodo recesivo, el sector bancario ha registrado una contracción crediticia entre los años 2016 y 2017. Los Créditos bancarios prácticamente no crecieron en el 2016 registrando una variación de 0,04%, mientras que en el 2017 crecieron sólo 3,86%. La contracción crediticia de los últimos años, y la moderada recuperación en el 2017, ha hecho que disminuya la rentabilidad del sector bancario, cuyo índice de rendimiento sobre el patrimonio (ROE) se ha reducido desde 29,38% en Dic13 a 24,25% en Dic17. Esto se debió principalmente a que el menor crecimiento de la cartera crediticia, estuvo acompañado por un deterioro de la calidad de la cartera de créditos, lo que generó el aumento de los costos por provisiones.

Aunque la economía ha mostrado señales de recuperación en el 2017, el crecimiento de la Producción y el Consumo todavía es muy lento y se encuentra muy concentrado en pocos sectores, lo que hace que el "efecto derrame" hacia los demás sectores sea limitado. El crecimiento del PIB sigue sin poder salir del rango del 3% y 4% anual, a pesar que se dio una importante recuperación del Comercio y las Importaciones. Se espera para el 2018 una recuperación lenta y moderada del sector Consumo, en línea con el aumento del ingreso real de la economía. Sin embargo, el crecimiento futuro de la economía, dependerá de la integración del sector agrícola con el industrial, para producir bienes más elaborados de exportación, y reducir el impacto de la volatilidad de los precios externos.

Con respecto a la industria donde opera IBISAECA, las importaciones de artículos electrónicos y electrodomésticos disminuyeron desde US\$ 1.735 millones en Dic13 a US\$ 1.180 millones en Dic15, registrando una tendencia negativa en el crecimiento de este rubro, con variaciones de 6,5% en Dic13, -13,9% en Dic14 y -21,0% en Dic15. A partir del 2016 se registró una recuperación aumentando a US\$ 1.387 millones en Dic16 con un crecimiento de 17,5% y a US\$ 1.759 millones en Dic17 con un crecimiento de 26,8%. Esto se evidenció en un menor crecimiento en las ventas totales de las principales empresas del rubro en el periodo 2014-2016, así como una importante reducción en las utilidades netas. Las dificultades para vender y crecer fueron acompañadas con dificultades para recuperar los créditos, debido al incremento de la morosidad sistémica, lo que derivó en el deterioro de la cartera crediticia del sector, y en el aumento del riesgo sobre la calidad de los activos totales en la industria, aunque mitigado por una buena cobertura y solvencia global.



En particular, el segmento de mercado de IBISAECA compuesto por empleados públicos, quienes también conforman uno de los principales segmentos de la industria en general, fue uno de los más resentidos por la debilitada coyuntura económica de los últimos años, teniendo en cuenta su actual sobreendeudamiento y sus cada vez más limitados márgenes de ingresos disponibles.

Esta situación de desmejoramiento de la capacidad de pago de los funcionarios públicos, ha generado una intervención por parte del Estado, mediante un blindaje implementado por el BNF y los Ministerios de Educación y de Salud, fijando un límite a los descuentos automáticos de salarios hasta un disponible de Gs. 500.000, para los funcionarios docentes y de salud, con un blindaje del 100% de los aguinaldos. Esta situación genera incertidumbre sobre futuras medidas que podría ir adoptando el Estado, lo cual aumenta el riesgo inherente al negocio, sobre todo teniendo en cuenta que el convenio entre el MEC y el BNF, para la compra de deuda de aproximadamente 5.000 docentes, no ha podido implementarse en su totalidad.

Un factor que pone en riesgo la sostenibilidad del negocio, es el Proyecto de Ley impulsado por el Gobierno, para establecer un límite de 25% al descuento de los salarios de los trabajadores del sector público y privado, lo que implica una considerable reducción del límite actual del 50%. Igualmente, la Secretaría de Defensa del Consumidor (SEDECO) se encuentra tomando medidas y realizando propuestas, para impulsar un mayor control y protección a las bases de datos de las personas. Otro factor que genera incertidumbre sobre el sector, es la reciente modificación de la Ley de Bancos y de la Carta Orgánica del BCP, a través de las cuales se otorga facultades al BCP para intervenir Casas de Crédito a criterio del Regulador.

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%
Acciones Ordinarias Voto Simple	5.300	53.000.000.000	72,60%
Rodrigo Izaguirre Cazenave	500	5.000.000.000	6,85%
María Teresa Barrail Villalba	500	5.000.000.000	6,85%
Acciones Ordinarias Voto Múltiple	1.000	10.000.000.000	13,70%
Rodrigo Izaguirre Cazenave	500	5.000.000.000	6,85%
María Teresa Barrail Villalba	500	5.000.000.000	6,85%
Acciones Preferidas	1.000	10.000.000.000	13,70%
Total Acciones Emitidas	7.300	73.000.000.000	100,00%

El capital integrado ha aumentado en el 2017, mediante la capitalización de utilidades retenidas por Gs. 3.000 millones, totalizando al cierre del ejercicio el capital integrado en Gs. 73.000 millones. Cada año se ha incrementado el capital mediante una prudente política de retención de utilidades para futuras capitalizaciones. 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.

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

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.

En el año 2017 se ha conformado el Departamento de Televentas, y la nueva División de préstamos de dinero, para lo cual se ha implementado un Comité de Créditos, para la evaluación y aprobación de la gestión crediticia. Asimismo, se ha incorporado la Gerencia Ejecutiva, a la estructura organizacional de la empresa, 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, 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 181 colaboradores, de los cuales 57 son funcionarios administrativos, 24 pertenecen al área de logística y transporte y 100 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 contrato personal idóneo y experimentado en el rubro, lo cual permitirá un adecuado crecimiento de esta nueva Unidad de Negocios.

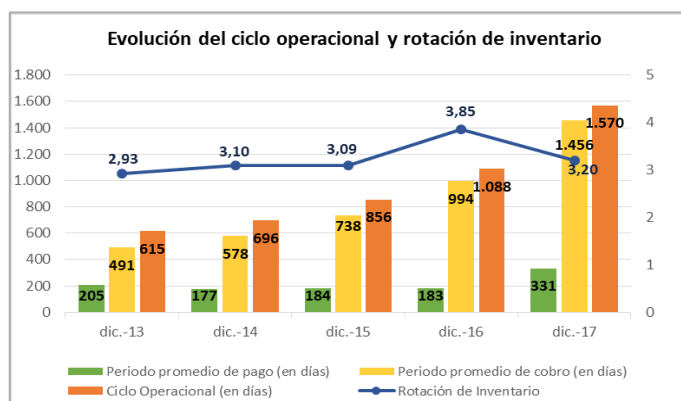
Una parte fundamental del esquema del negocio consiste en la cobranza, la cual se realiza mediante el esquema de libranza consistente en el descuento directo de los salarios de los clientes, principalmente a través del servicio proveído por el BNF, así como también a través de las propias Giradurías 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

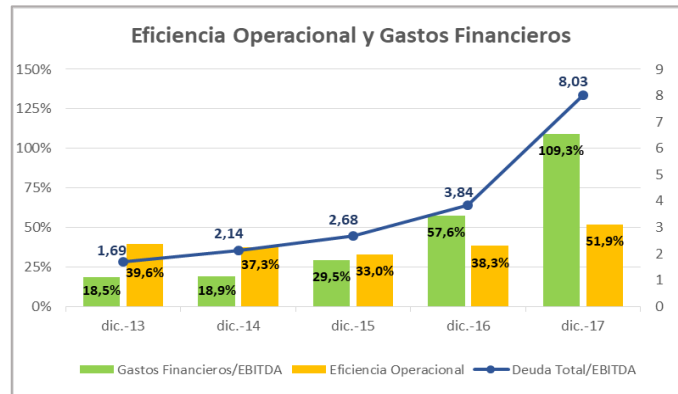
GESTIÓN y EFICIENCIA OPERACIONAL

IBISAECA posee una baja rotación de inventario comparado con el promedio de la industria. En el año 2017 dicho indicador disminuyó de 3,85 veces en Dic16 a 3,20 veces en Dic17. Este indicador denota la rapidez con la que la empresa transforma sus inventarios en ventas, reflejando una reducida capacidad de ventas y comercialización de sus productos, generando menores ingresos operativos. 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, con lo cual el ciclo promedio de cobro ha ido aumentando de 491 días en Dic13 a 1.456 días en Dic17. Esto se debió principalmente a la disminución de la tasa de crecimiento de las ventas y a la menor recuperación de los créditos.



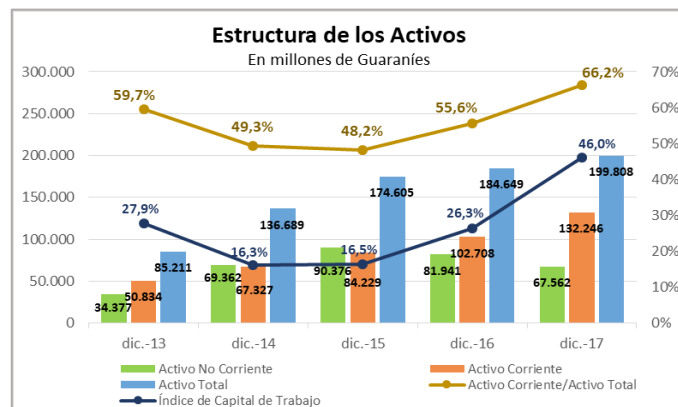
Con respecto a la Eficiencia Operacional, dicho indicador medido por el ratio de Gastos Operativos/Margen Bruto, ha desmejorado en el 2017 subiendo de 38,3% en Dic16 a 51,9% en Dic17, reflejando un mayor costo relativo de la estructura operacional, con respecto a la generación de ingresos operativos. 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, reflejando una menor capacidad de generación de utilidad operacional con respecto al volumen de ventas, lo que indica un mayor costo operativo por cada unidad vendida.

Asimismo, la estructura de costos se ha visto resentida por el aumento de los Gastos Financieros, los cuales se han duplicado con respecto a la Utilidad Operacional (EBITDA), cuyo ratio ha subido de 57,6% en Dic16 a 109,3%, superando inclusive el margen de utilidad operacional, lo cual refleja una carga financiera muy elevada, que no ha podido ser compensada con los ingresos operativos. Esta situación de deterioro de la cobertura de gastos financieros, se debió al incremento de la Deuda Financiera en particular y del endeudamiento total, cuyo índice de eficiencia medido por el ratio de Deuda Total/EBITDA ha subido de 3,84 en Dic16 a 8,03 en Dic17.

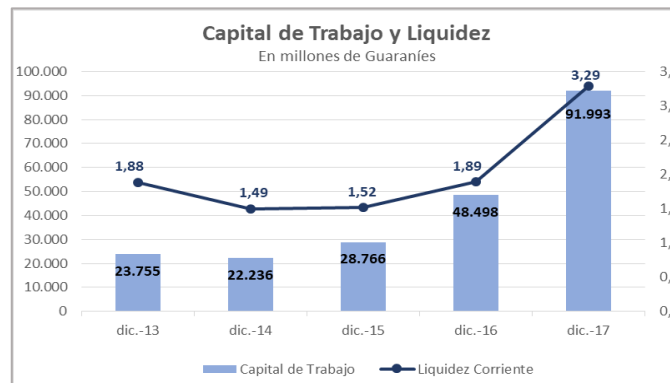


ESTRUCTURA DE ACTIVOS Y LIQUIDEZ

Los Activos Totales aumentaron 8,2% en el 2017 de Gs. 184.649 millones en Dic16 a Gs. 199.808 millones en Dic17. Esto se debió principalmente al aumento de los Activos Corrientes que subieron 28,8% de Gs. 102.708 millones en Dic16 a Gs. 132.246 millones en Dic17, debido principalmente al incremento de la Cartera de Créditos que aumentó 24,1% de Gs. 93.446 millones en Dic16 a Gs. 115.932 millones en Dic17. Por consiguiente, el ratio de Activo Corriente/Activo aumentó de 55,6% en Dic16 a 66,2% en Dic17, lo cual también derivó en el aumento del índice de Capital de Trabajo que subió de 25,6% en Dic16 a 46,0% en Dic17.



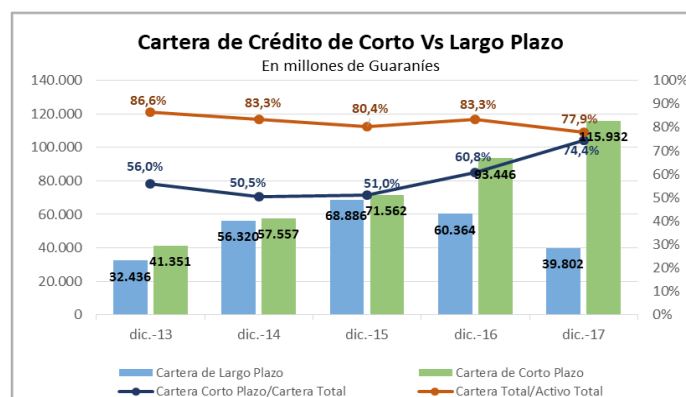
Los indicadores de liquidez de IBISAECA han aumentado en el 2017, con respecto a los años anteriores. El ratio de Liquidez Corriente aumentó de 1,89 en Dic16 a 3,29 en Dic17, mientras que la razón de Prueba Ácida aumentó de 1,82 en Dic16 a 3,22 en Dic17. Asimismo, el ratio de efectividad que mide la liquidez más inmediata subió de 0,07 en Dic16 a 0,20 en Dic17. Esta situación de mayor liquidez de la empresa, se debió principalmente al aumento de las Disponibilidades que subieron 131,7% en el 2017, de Gs. 3.554 millones en Dic16 a Gs. 8.234 millones en Dic17, lo cual junto con el aumento de la cartera crediticia de corto plazo, influyeron para que aumente tanto el Activo Corriente como el Capital de Trabajo, registrando este último un incremento de 89,7% de Gs. 48.498 millones en Dic16 a Gs. 91.993 millones en Dic17.



La acumulación de excedentes disponibles de liquidez, se debió principalmente a la captación de fondos a través de las emisiones de Bonos durante el 2017 del Programa PEG G4 por Gs. 30.000 millones, lo que generó un flujo de caja financiero neto positivo, siendo el destino de estos fondos destinados mayormente para el canje de deuda bancaria de corto plazo, y en menor medida para capital operativo, ya que las ventas han disminuido en el 2017.

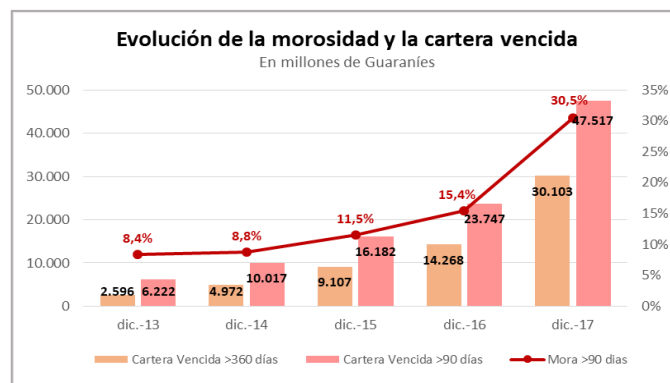
CARTERA DE CRÉDITOS Y MOROSIDAD

La Cartera total de Créditos aumentó levemente en el 2017 1,3%, de Gs. 153.810 millones en Dic16 a Gs. 155.734 millones en Dic17, siendo la Cartera de Corto Plazo la que registró el mayor incremento de 24,1% de Gs. 93.446 millones en Dic16 a Gs. 115.932 millones en Dic17, mientras que la Cartera de Largo Plazo disminuyó 34,1% de Gs. 60.364 millones en Dic16 a Gs. 39.802 millones en Dic17, con lo cual la relación de Cartera de Corto Plazo/Cartera Total subió de 60,8% en Dic16 a 74,4% en Dic17. Este aumento de la cartera de corto plazo, se debió principalmente a la colocación de préstamos en efectivo a plazos con menor duración, así como también a la acumulación de cartera vencida no cobrada.



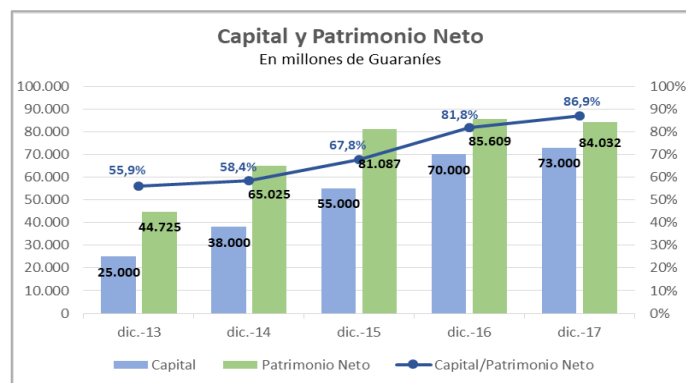
Con respecto a la morosidad, la Cartera Vencida >90 días, incluyendo el capital vencido y las cuotas vencidas, se duplicó en el 2017 aumentando 100,1% de Gs. 23.747 millones en Dic16 a Gs. 47.517 millones en Dic17, así como también la Cartera Vencida >360 días subió 111% de Gs. 14.268 millones en Dic16 a Gs. 30.103 millones en Dic17.

Este incremento de la cartera vencida, se debió principalmente a las dificultades para el cobro de los préstamos a través del descuento de salarios, a causa del blindaje establecido por el Gobierno, que ha puesto un límite para el débito de los salarios de los funcionarios públicos, considerando el alto sobreendeudamiento y el escaso margen disponible para aplicar los descuentos. Esta situación ha generado un aumento del índice de la Morosidad de 15,4% en Dic16 a 30,5% en Dic17. Este deterioro de la cartera crediticia, está mitigado por la atomización de los créditos y los acuerdos contractuales con las instituciones públicas, con lo cual aunque existe un rezago en la cobranza, se espera que esta situación se regularice durante el 2018, en la medida que se amplíen los límites para el descuento de los salarios.

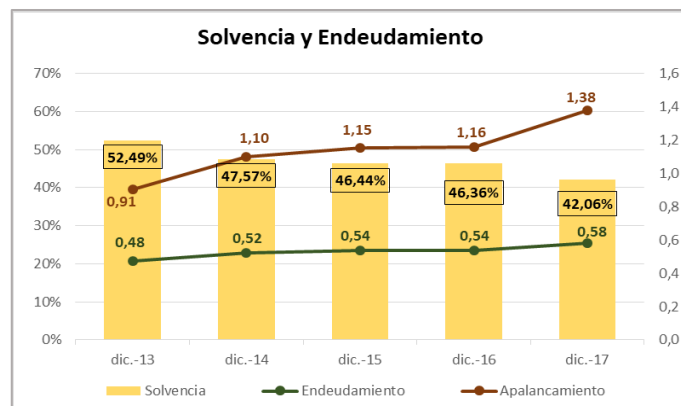


SOLVENCIA y ENDEUDAMIENTO

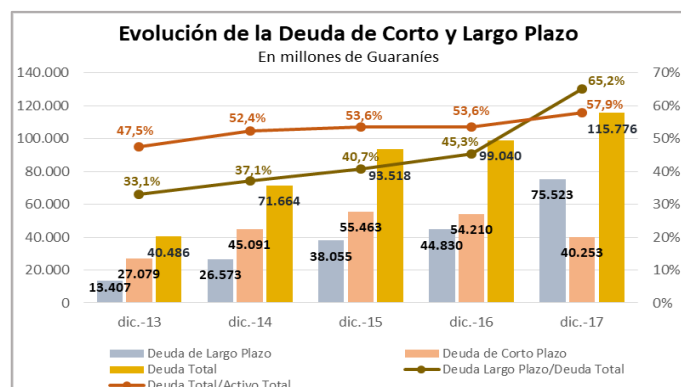
IBISAECA posee una adecuada solvencia patrimonial, considerando su actual estructura de capital y fondeo, fortalecida por constantes capitalizaciones utilidades retenidas, complementado con un adecuado nivel de reservas. El índice de Solvencia, medido por el ratio de Patrimonio Neto/Activos Totales se ha mantenido los últimos años en niveles razonables para la industria, aunque se ha reducido en el 2017 de 46,36% en Dic16 a 42,06% en Dic17, reflejando una menor cobertura de los activos operacionales solventados con recursos propios. El Capital integrado se ha incrementado 192% en los últimos cinco años, desde Gs. 25.000 millones en Dic13 a Gs. 73.000 millones en Dic17, representando el 86,9% del Patrimonio Neto al cierre del año 2017.



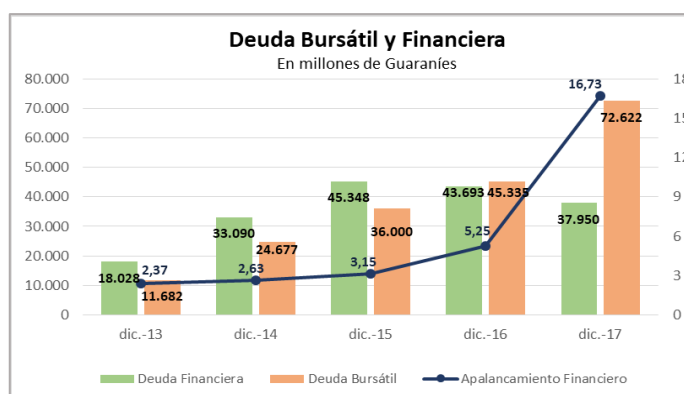
La reducción del índice de Solvencia Patrimonial durante los últimos años, se debió principalmente al incremento de la Deuda Total de la empresa, en forma más que proporcional al aumento acumulado del Patrimonio Neto, cuyo índice de Endeudamiento medido por el ratio de Deuda Total/Activo Total, ha ido aumentando desde 0,48 en Dic13 a 0,58 en Dic17. Asimismo, el índice de Apalancamiento, medido por el ratio de Deuda Total/Patrimonio Neto, se ha ido incrementando desde 0,91 en Dic13 a 1,38 en Dic17. Estos indicadores de endeudamiento siguen siendo razonables para el giro del negocio, comparado con el promedio de la industria, aunque esta tendencia del endeudamiento, junto con al aumento de la morosidad, podría afectar la capacidad futura de generar adecuados márgenes de rentabilidad, lo cual también podría tener su impacto en el flujo de caja futuro.



La Deuda Total de IBISAECA aumentó 16,9% en el 2017, de Gs 99.040 millones en Dic16 a Gs. 115.776 millones en Dic17, debido principalmente al incremento de 68,5% de la Deuda de Largo Plazo que subió de Gs. 44.830 millones en Dic16 a Gs. 75.523 millones en Dic17, con lo cual la relación Deuda Largo Plazo/Deuda Total subió de 45,3% en Dic16 a 65,2% en Dic17. La Deuda de Largo Plazo aumentó a causa de las emisiones de Bonos cuyo saldo subió 55,7% de Gs. 42.000 millones en Dic16 a Gs. 65.404 millones en Dic17. La Deuda de Corto Plazo disminuyó 25,7% de Gs. 54.210 millones en Dic16 a Gs. 40.253 millones en Dic17, principalmente por el canje de la deuda bancaria de corto plazo, que disminuyó 32,1% de Gs. 41.763 millones en Dic16 a Gs. 28.350 millones en Dic17.



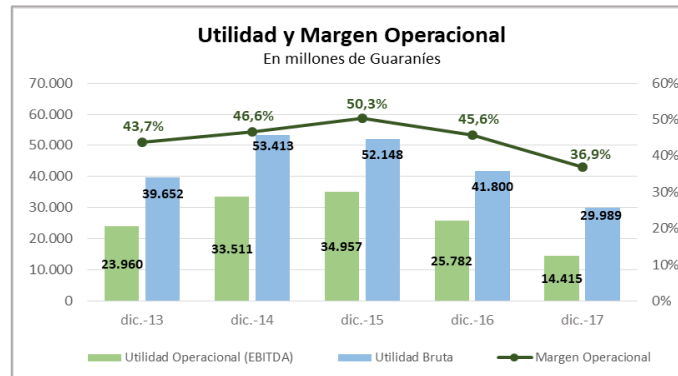
Con respecto a la estructura de los pasivos, el aumento de la deuda de largo plazo ha favorecido la generación de una mayor liquidez a través del incremento del Capital de Trabajo, así como también una menor participación de la deuda bancaria de corto plazo, ha generado menores costos relativos de fondeo. Sin embargo, el mayor endeudamiento ha generado un aumento de los Gastos Financieros y del Apalancamiento Financiero, que ha ido subiendo en los últimos años de 2,37 en Dic13 a 5,25 en Dic16 y a 16,73 en Dic17, reflejando una menor eficiencia de la estructura de fondeo. Igualmente, esta situación ha ido generando una menor Cobertura de Gastos Financieros en los últimos años, que ha ido bajando de 5,09 en Dic13 a 1,07 en Dic17. Asimismo, esto ha generado una disminución en el Índice de Cobertura de Obligaciones, el cual se ha reducido de 0,56 en Dic13 a 0,15 en Dic17, reflejando una menor capacidad de generación de ingresos y márgenes de utilidad, por cada unidad de deuda contraída.



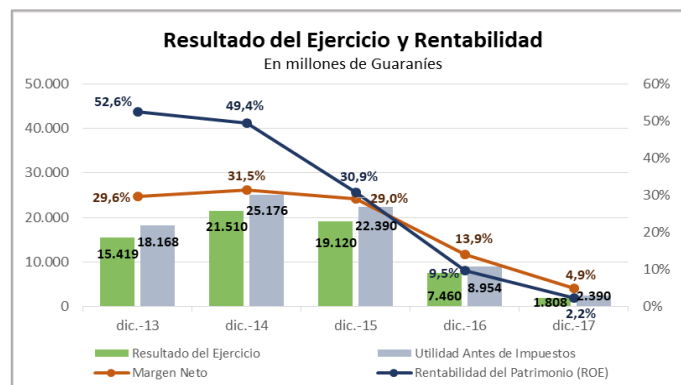
La Deuda Bursátil total aumentó 60,2% en el 2017 de Gs. 45.335 millones en Dic16 a Gs. 72.622 millones en Dic17, representando la mayor fuente de financiamiento de la empresa con 62,7% del endeudamiento total en Dic17. La Deuda Financiera, compuesta mayormente por deudas bancarias, ha disminuido 13,1% de Gs. 43.693 millones en Dic16 a Gs. 37.950 millones en Dic17, como resultado del canje realizado por nuevas emisiones de bonos, en el marco del Programa PEG G4 que fue autorizado por Gs. 50.000 millones, de los cuales fueron colocados Gs. 30.000 millones en el 2017.

RENTABILIDAD y MÁRGENES DE UTILIDAD

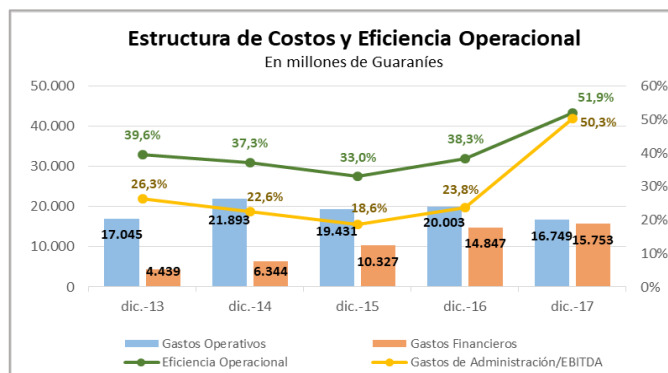
La Utilidad Operacional (EBITDA) disminuyó 44,1% en el 2017, de Gs. 25.782 millones en Dic16 a Gs. 14.315 millones en Dic17, debido principalmente a los menores ingresos operativos, a causa de la reducción de las ventas y las cobranzas, con lo cual el indicador del Margen Operacional disminuyó de 45,63% en Dic16 a 36,93% en Dic17. La Utilidad Bruta también disminuyó 28,3% de Gs. 41.800 millones en Dic16 a 29.989 millones en Dic17, aunque el ratio del Margen Bruto subió levemente de 73,98% en Dic16 a 76,84% en Dic17, debido a que los costos de las mercaderías se redujeron 38,5% de Gs. 14.794 millones en Dic16 a Gs. 9.041 millones en Dic17.



El aumento del endeudamiento ocasionó un considerable incremento de los Gastos Financieros en los últimos años, cuyo indicador respecto al EBITDA subió en el 2017 de 57,6% en Dic16 a 109,3% en Dic17, debido a los menores ingresos operativos en el 2017 por las bajas ventas y reducidas cobranzas. Esta situación hizo que la Utilidad Antes de Impuestos disminuya 73,3% en el 2017 de Gs. 8.954 millones en Dic16 a Gs. 2.390 millones en Dic17, registrando una disminución en el Margen Neto de 13,89% en Dic16 a 4,87% en Dic17. Asimismo, el Resultado del Ejercicio luego de los impuestos y las reservas, disminuyó 75,8% de Gs. 7.460 millones en Dic16 a Gs. 1.808 millones en Dic17. Finalmente, el índice de rentabilidad del patrimonio ROE se redujo de 9,5% en Dic16 a 2,2% en Dic17.



Con respecto a la estructura de costos de IBISAECA, la misma se ha ido incrementando en la medida que fue aumentando el volumen de operaciones y el endeudamiento de la empresa. En el 2017 los Gastos Operativos se redujeron 16,3% de Gs. 20.003 millones en Dic16 a Gs. 16.749 millones en Dic17, debido principalmente a la reducción de los Gastos de Ventas que disminuyeron 15,8% de Gs. 9.883 millones en Dic16 a Gs. 8.323 millones en Dic17. Sin embargo, el índice de Eficiencia Operacional, medido por el ratio de Gastos Operativos/Margen Bruto, ha desmejorado en el 2017 subiendo de 38,3% en Dic16 a 51,9% en Dic17, debido a la reducción de la Utilidad Bruta. Asimismo, otro indicador de eficiencia que registró un deterioro, fue el ratio de Gastos de Administración/EBITDA, que aumentó de 23,8% en Dic16 a 50,3% en Dic17.



El Costo de Fondeo ha incrementado su participación en la estructura de costos en el 2017, debido al aumento de los Gastos Financieros durante los últimos años, a causa del incremento de la Deuda Financiera y Bursátil, aumentando el ratio de Gastos Financieros/Gastos Totales de 30% en Dic16 a 41,5% en Dic17, alcanzando a los Gastos Operativos cuya participación fue de 41% en Dic17. Aunque los Gastos Financieros aumentaron solamente 6,1% en el 2017, los mismos registran niveles altos para el volumen de ventas y de ingresos registrados en el 2017.

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. 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 de consumo y microempresa implementadas en el 2017.

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
Total ingresos por cobranzas	109.068	161.735	179.623	194.369	213.903	231.209	250.817	269.537	286.655
Ventas al contado	334	350	368	386	405	426	447	470	493
Compra de cartera	2.126	924	---	---	---	---	---	---	---
Total Ingresos Operativos	111.528	163.009	179.991	194.755	214.308	231.635	251.264	270.007	287.148
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
Total Egresos Operativos	107.109	136.570	153.225	166.690	185.896	206.278	222.255	241.475	259.557
FLUJO OPERATIVO	4.419	26.439	26.766	28.065	28.412	25.357	29.009	28.532	27.591
Financiamiento bancario	25.625	27.000	22.000	12.000	12.000	8.000	--	--	--
Emisión de bonos	20.000	--	--	--	--	--	--	--	--
Total Ingresos Financieros	45.625	27.000	22.000	12.000	12.000	8.000	0	0	0
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
Total Egresos Financieros	53.006	52.851	48.259	39.664	41.320	33.493	22.476	16.588	9.533
FLUO FINANCIERO	-7.381	-25.851	-26.259	-27.664	-29.320	-25.493	-22.476	-16.588	-9.533
FLUJO DE CAJA	-2.962	588	507	401	-908	-136	6.533	11.944	18.058
Saldo Inicial	8.233	5.271	5.859	6.366	6.767	5.859	5.723	12.256	24.200
FLUJO FINAL	5.271	5.859	6.366	6.767	5.859	5.723	12.256	24.200	42.258

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

PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL (PEG) G4	
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.

Programa de Emisión Global PEG G4: Monto autorizado Gs. 50.000.000.000.-								
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
		30.000.000.000	30.000.000.000	0				30.000.000.000

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.

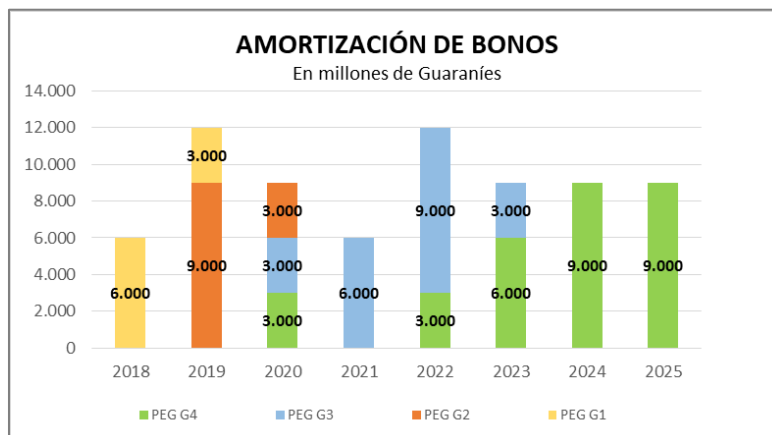
Como resultado del análisis y la proyección de distintos escenarios, se puede concluir que IBISAECA cuenta con escaso margen para seguir apalancando el negocio, considerando que los gastos financieros han adquirido un peso relevante en la estructura de costos, afectando la capacidad de generación de 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. 18.000 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
TOTAL DEUDA		78.000.000.000	6.000.000.000	72.000.000.000



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%
CARTERA						
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%
LIQUIDEZ						
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%
Indice de Capital de Trabajo	27,88%	16,27%	16,47%	26,26%	46,04%	75,3%
GESTIÓN						
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%
Indice 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%
ENDEUDAMIENTO						
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%
RENTABILIDAD						
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

Empresa Izaguirre Barrail Inversora S.A.E.C.A. - IBISAECA						
En millones de Guaraníes						
BALANCE	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	Var%
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%
Activo Corriente	50.834	67.327	84.229	102.708	132.246	28,8%
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%
Activo No Corriente	34.377	69.362	90.376	81.941	67.562	-17,5%
ACTIVO TOTAL	85.211	136.689	174.605	184.649	199.808	8,2%
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%
Pasivo Corriente	27.079	45.091	55.463	54.210	40.253	-25,7%
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%
Pasivo No Corriente	13.407	26.573	38.055	44.830	75.523	68,5%
PASIVO TOTAL	40.486	71.664	93.518	99.040	115.776	16,9%
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%
PATRIMONIO NETO	44.725	65.025	81.087	85.609	84.032	-1,8%
RESULTADO	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	Var%
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%
Utilidad Bruta	39.652	53.413	52.148	41.800	29.989	-28,3%
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%
Utilidad Operacional (EBITDA)	23.960	33.511	34.957	25.782	14.415	-44,1%
Previsiones	-966	-1.500	-1.500	-3.028	3.575	-218,1%
Depreciacion	-387	-491	-740	-957	-1.175	22,8%
Utilidad Operacional Neta (UAI)	22.607	31.520	32.717	21.797	16.815	-22,9%
Gastos Financieros	-4.439	-6.344	-10.327	-14.847	-15.753	6,1%
Utilidad Ordinaria	18.168	25.176	22.390	6.950	1.062	-84,7%
Ingresos No Operativos	0	0	0	2.004	1.328	-33,7%
Utilidad Antes de Impuestos (UAI)	18.168	25.176	22.390	8.954	2.390	-73,3%
Impuesto a la Renta	-1.937	-2.534	-2.264	-1.103	-488	-55,8%
UTILIDAD NETA	16.231	22.642	20.126	7.851	1.902	-75,8%
Reserva Legal	-812	-1.132	-1.006	-391	-94	-76,0%
RESULTADO DEL EJERCICIO	15.419	21.510	19.120	7.460	1.808	-75,8%

La publicación de la Calificación de Riesgos de Empresa Izaguirre Barrail Inversora S.A.E.C.A. (IBISAECA) para su Programa de Emisión Global G4, 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: info@riskmetrica.com.py

Empresa Izaguirre Barrail Inversora S.A.E.C.A. IBISAECA	CALIFICACIÓN LOCAL	
	CATEGORÍA	TENDENCIA
Programa de Emisión Global G4	pyBBB+	Estable
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

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: Comité de Calificación Riskmétrica S.A. Calificadora de Riesgos	Elaborado por: Lic. Silvia Ramírez Analista de Riesgos
--	---