

## INFORME DE ACTUALIZACIÓN

Fecha de Corte al 31 de Diciembre de 2018

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

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

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

BBB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

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

## FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN

### ANÁLISIS DE SOLVENCIA DEL EMISOR

RISK MÉTRICA ha asignado la Categoría de **pyBBB+** con tendencia **Fuerte (+)** para la Solvencia de la empresa IBISAECA y el Programa de Emisión Global (PEG) G2, con fecha de corte al 31 de Diciembre de 2018, en línea con la actualización realizada sobre el Programa de Emisión Global (PEG) G4, en base a los siguientes aspectos que inciden mayormente sobre el perfil de riesgo de la empresa, considerando su evolución dinámica durante los últimos años:

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

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

Modelo de negocio basado en una adecuada estructura operacional, con esquema de cobranzas a través del descuento de salarios de los clientes, lo que permite realizar una gestión operativa más eficiente, brindando mayor garantía de recupero de los créditos.

### **PRINCIPALES RIESGOS**

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

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

Baja rotación de inventario y de cartera, con elevado ciclo operacional y del periodo promedio de cobro, debido a la disminución de las ventas y de las cobranzas durante periodo 2015-2017, generando menores ingresos operativos en relación con el volumen de las operaciones, lo que sumado a la implementación del devengamiento de intereses, ha derivado en el aumento del apalancamiento operativo en el 2018.

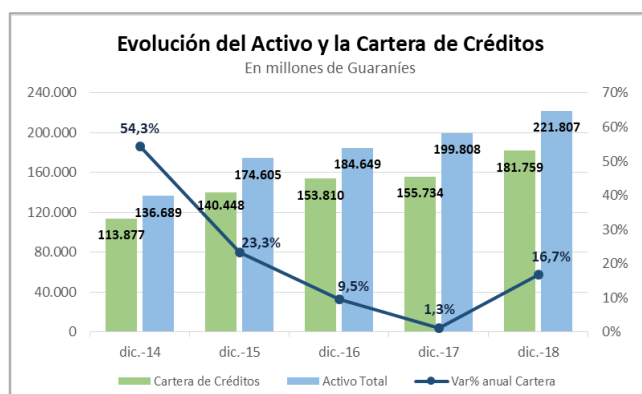
Aumento de la estructura de costos en los últimos años, especialmente de los gastos operativos y de los costos financieros, esto último debido al mayor endeudamiento durante los últimos años, lo que ha generado un elevado apalancamiento financiero y un ajustado flujo de caja operativo, aunque los indicadores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

La Categoría de **pyBBB+** se sustenta en la adecuada solvencia patrimonial y el razonable nivel de endeudamiento de la empresa, así como en el crecimiento y la consolidación del negocio durante los últimos años, registrando un importante crecimiento de los ingresos por ventas netas en el 2018, con un mejor desempeño financiero con respecto a los años anteriores, luego de pasar por un periodo de dificultades en los años 2016 y 2017, debido a la reducción de las ventas y las cobranzas, a causa del blindaje establecido por el Gobierno sobre los salarios de los funcionarios públicos. La empresa ha podido consolidarse en un mercado altamente competitivo, y ha sabido sobrellevar la situación del blindaje salarial, a través de la implementación de una adecuada política de diversificación de sus operaciones, hacia otros segmentos de clientes, mediante la venta de créditos en efectivo, bajo condiciones más flexibles y favorables para los funcionarios públicos, acompañado de ajustes en las políticas y en los procesos de evaluación de los préstamos. Si bien la empresa ha incrementado su endeudamiento para sostener el crecimiento del negocio durante los últimos años, lo que ha representado una mayor carga financiera para la empresa, el Patrimonio también se ha incrementado mediante constantes capitalizaciones de utilidades, manteniendo un adecuado nivel de solvencia patrimonial.

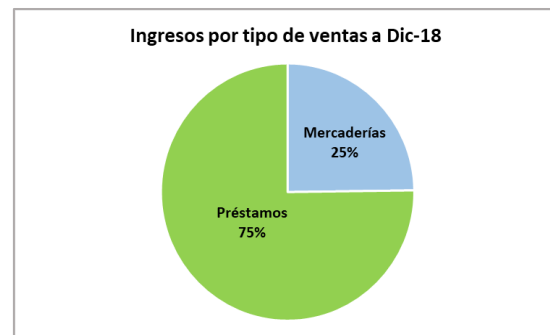
La **Tendencia Fuerte (+)** refleja las favorables expectativas sobre la situación global de IBISAECA, debido a los buenos resultados financieros obtenidos en el 2018, mediante la implementación de importantes ajustes en la gestión crediticia y en la estructura operativa, siendo estos aspectos cualitativos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

Sin embargo, el principal factor de riesgo sigue siendo la alta concentración de la cartera de créditos en el segmento de funcionarios públicos, vinculados a descuentos de salarios que han sido afectados por el blindaje establecido por el Gobierno, cuyos perfiles crediticios son más vulnerables a los ciclos económicos, lo que podría debilitar la calidad de los activos de la empresa, en caso de persistir y agravarse esta situación. Al respecto, cabe señalar que para mitigar este riesgo, se han realizado ajustes en la gestión crediticia para una mejor selección de los clientes, así como también se ha reforzado la gestión de cobranzas, implementando otras opciones de cobro por vía judicial y extrajudicial, y a través de la creación de un Call Center especializado en la gestión de telecobranzas. Asimismo, en el 2018 se ha implementado una Política de Refinanciación, otorgando a los clientes una forma de pago más flexible a más largo plazo, de tal forma a adaptar las cuotas de los préstamos al salario disponible de los funcionarios públicos.

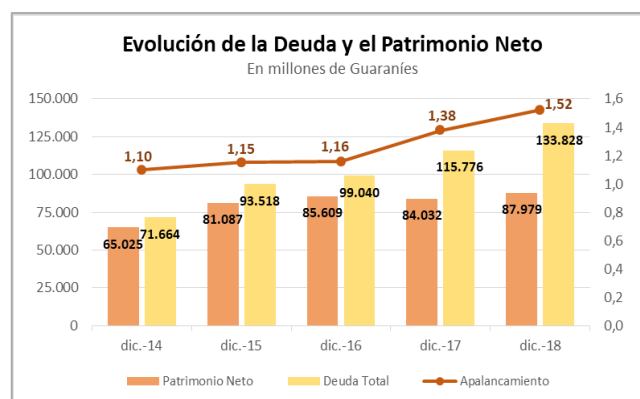
En los últimos años, IBISAECA ha ido registrando menores tasas de crecimiento de su cartera de créditos y sus activos, especialmente en los años 2016 y 2017 como resultado del blindaje salarial de los funcionarios públicos, lo que no sólo dificultó la cobranza sino también la colocación y venta de las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



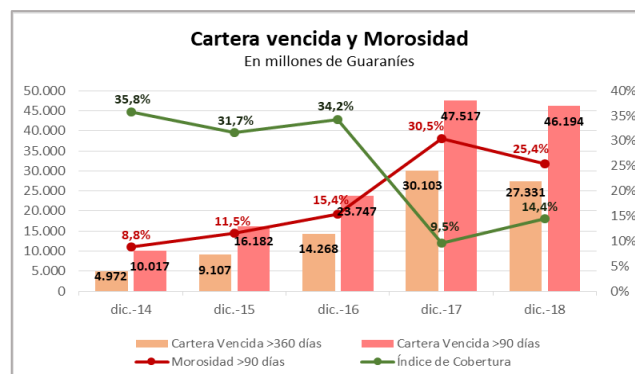
Las operaciones de IBISAECA se han diversificado en el 2018, a través de una gestión estratégica enfocada mayormente en la venta de créditos, y en menor medida en la venta de electrodomésticos, mediante la implementación de productos crediticios dirigidos hacia un sector de los funcionarios públicos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



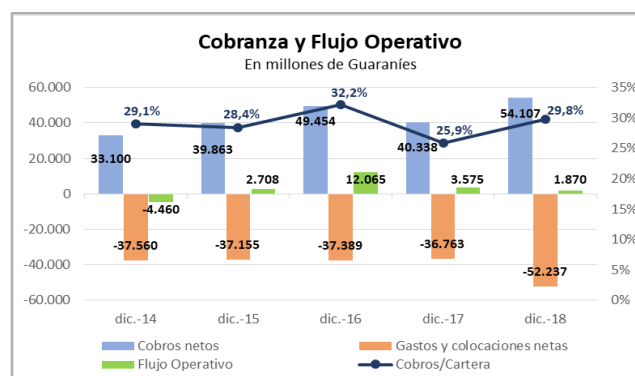
Como todo negocio en crecimiento y expansión, IBISAECA ha tenido que apalancarse con un mayor endeudamiento durante los últimos años, sobre todo considerando que la diversificación de las ventas hacia los préstamos en efectivo, ha demandado mayor utilización de capital intensivo, el cual ha sido financiado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



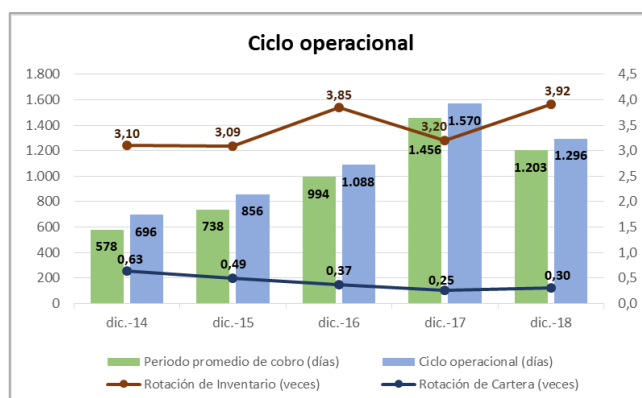
Aunque el mayor endeudamiento ha comenzado a presionar sobre los índices de solvencia y liquidez de la empresa, los mismos se mantienen en niveles razonables para el giro del negocio, comparado con el promedio de la industria, por lo cual todavía existe margen para seguir aplancando el crecimiento de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



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

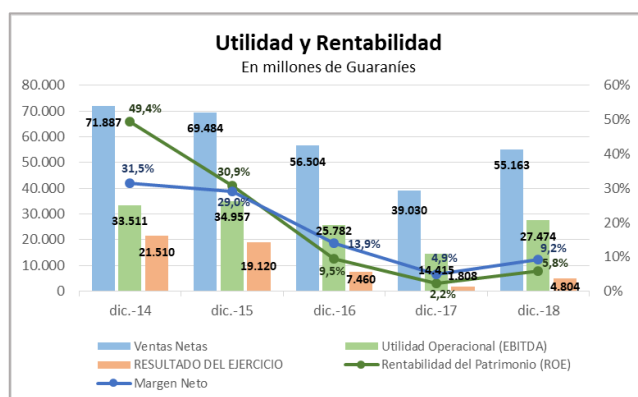


El índice de cobrabilidad de la cartera, medido por el ratio de Cobros/Cartera ha disminuido de 32,2% en Dic16 a 25,9% en Dic17, registrando un incremento a 29,8% en Dic18. El ajustado flujo de caja operativo, como resultado de la reducción en las cobranzas netas y en los ingresos operativos, se ha reflejado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

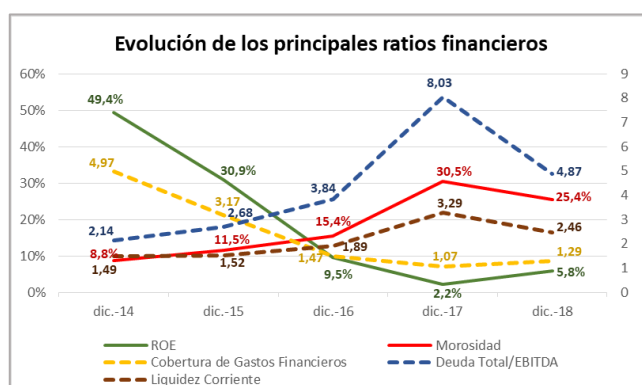


La disminución de los ingresos por ventas durante los últimos años, ha ido generando una disminución en el Margen Operacional (EBITDA) y en el Resultado del Ejercicio, derivando en la reducción de los indicadores de Rentabilidad, aunque en el 2018 hubo una recuperación del desempeño financiero. Al respecto,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

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



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



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

## FLUJO DE CAJA PROYECTADO 2019-2027

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

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

Se espera un flujo financiero negativo durante el periodo proyectado, a consecuencia de la reducción de las deudas financieras y el aumento de los egresos en concepto de pagos y amortizaciones de capital e intereses. Por este motivo, se espera que el flujo neto de caja sea muy ajustado durante los próximos años, para luego ir incrementando en la medida que aumenten los ingresos operativos.

Esta alta dependencia del flujo operativo, se debe a la política de la empresa de ir disminuyendo sus niveles de endeudamiento, mediante el aumento del capital de la empresa a través de la emisión de acciones preferidas, así como el aporte de los accionistas, con el objetivo de balancear su estructura de fondeo con su estructura operacional, a fin de optimizar el uso de los recursos financieros, y de esa forma poder elevar los márgenes de utilidad y la rentabilidad del negocio, manteniendo adecuados niveles de liquidez y solvencia patrimonial.

## RESUMEN DE LAS CARACTERÍSTICAS DEL INSTRUMENTO

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

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

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

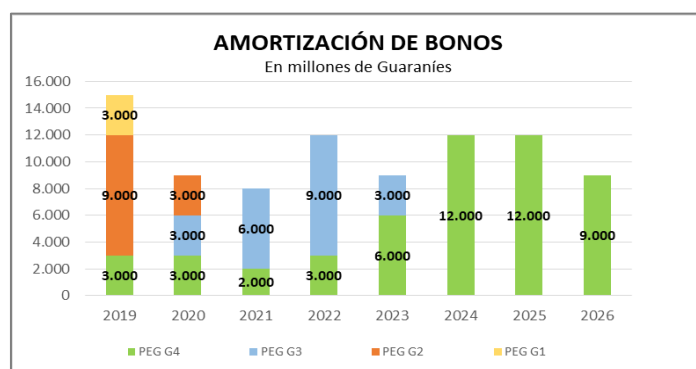
Como resultado del análisis y la proyección de distintos escenarios, se puede concluir que IBISAECA cuenta con moderado margen para seguir apalancando el negocio, considerando que los gastos financieros han adquirido un peso relevante en la estructura de costos, afectando la capacidad de generación de futuras utilidades operativas. Será un factor clave ir aumentando el capital de la empresa, en la medida que se incrementa el endeudamiento, lo que deberá ir acompañado del crecimiento de las ventas con mayor calidad de cartera. Esta equilibrada relación entre la estructura financiera y operativa del negocio, está basada en la generación de un adecuado flujo de caja operativo, lo cual está previsto en la proyección del Flujo de Caja de la empresa.

## ANTECEDENTES DE LAS EMISIONES VIGENTES

Desde su inscripción como emisor de deuda en la Comisión Nacional de Valores en el año 2012, IBISAECA ha sido un activo participante del mercado de capitales. La empresa ha emitido y colocado un total de 4 Programas de Emisión de Bonos por un total de Gs. 98.000 millones, cuyo saldo de capital vigente es de Gs. 86.000 millones. El último Programa PEG G4 por Gs. 50.000 millones fue emitido en 17 series alcanzando una colocación de Gs. 50.000 millones, habiendo sido emitidas 7 series por Gs. 20.000 millones en el año 2018.

El Programa de Emisión Global PEG G1 fue emitido en el año 2013 por un total de Gs. 12.000 millones en 4 series de Gs. 3.000 millones cada serie, de las cuales ya fueron amortizadas las Series 1, 2 y 3 por Gs. 9.000 millones, quedando un saldo vigente de Gs. 3.000 millones, cuyo vencimiento es el 08/Ene/19. El Programa de Emisión Global PEG G2 fue emitido en el año 2014 por un total de Gs. 15.000 millones en 6 series, siendo la serie 1 por Gs. 819 millones, la serie 2 por Gs. 2.181 millones y las otras 4 series por Gs. 3.000 millones cada una. El Programa de Emisión Global PEG G3 fue emitido en el año 2015 por un total de Gs. 21.000 millones en 7 series. Al corte analizado, el saldo total de la Deuda Bursátil incluyendo capital e intereses devengados fue de Gs. 86.540 millones.

Programa	Año de Emisión	Monto Emitido	Pagado	Saldo Vigente
PEG G1	2.013	12.000.000.000	9.000.000.000	3.000.000.000
PEG G2	2.014	15.000.000.000	3.000.000.000	12.000.000.000
PEG G3	2.015	21.000.000.000	0	21.000.000.000
PEG G4	2.017	50.000.000.000	0	50.000.000.000
<b>TOTAL DEUDA</b>		<b>98.000.000.000</b>	<b>12.000.000.000</b>	<b>86.000.000.000</b>



**RESUMEN DE CARTERA Y RATIOS FINANCIEROS**

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

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

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

La publicación de la Calificación de Solvencia de la Empresa Izaguirre Barrail Inversora S.A.E.C.A. (IBISAECA) y del Programa de Emisión Global PEG G2, se realiza conforme a lo dispuesto por la Ley N° 3.899/09 y la Resolución CNV CG N° 01/19.

Corte de calificación:	31 de Diciembre de 2018
Fecha de calificación:	24 de Mayo de 2019
Fecha de publicación:	24 de Mayo de 2019
Calificadora:	RISKMÉTRICA S.A. Calificadora de Riesgos Herrera 1.341 casi Paí Perez – Asunción Tel: 021-201-321 Cel 0981-414481 Email: <a href="mailto:info@riskmetrica.com.py">info@riskmetrica.com.py</a>

Empresa Izaguirre Barrail Inversora S.A.E.C.A. IBISAECA	CALIFICACIÓN LOCAL	
	CATEGORÍA	TENDENCIA
<b>Programa de Emisión Global G2</b>	<b>pyBBB+</b>	<b>Fuerte (+)</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 2018 por la firma BCA Benitez Codas & Asociados.
- 3) RISKMÉTRICA utiliza en sus calificaciones el uso de signos (+/-), entre las escalas de calificación AA y B. La asignación del signo a la calificación final, por parte del Comité de Calificación, está fundada en el análisis cualitativo y cuantitativo del riesgo, advirtiéndose una posición relativa de menor (+) o mayor (-) riesgo dentro de cada categoría, en virtud a su exposición a los distintos factores de riesgo evaluados de conformidad con la metodología de calificación.

Aprobado por: <b>Comité de Calificación</b> Riskmétrica S.A. Calificadora de Riesgos	Elaborado por: <b>C.P. Sandybelle Avalos</b> Analista de Riesgos
--	--