

**CALIFICACIÓN:**

Primera Emisión de Obligaciones	AAA
Tendencia	
Acción de calificación	Revisión
Metodología	Calificación de Obligaciones
Fecha última calificación	Abril 2020

**DEFINICIÓN DE CATEGORÍA:**

Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen excelente capacidad de pago de la capital e intereses, en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenece y a la economía en general.

El signo más (+) indicará que la calificación podrá subir hacia su inmediato superior, mientras que el signo menos (-) advertirá descenso en la categoría inmediata inferior.

Las categorías de calificación para los valores representativos de deuda están definidas de acuerdo con lo establecido en la normativa ecuatoriana.

Conforme el Artículo 3, Sección I, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, la calificación de un instrumento o de un emisor no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo, ni la estabilidad de su precio sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste. Es por lo tanto evidente que la calificación de riesgos es una opinión sobre la solvencia del emisor para cumplir oportunamente con el pago de capital, de intereses y demás compromisos adquiridos por la empresa de acuerdo con los términos y condiciones del Prospecto de Oferta Pública, de la respectiva Escritura Pública de Emisión y de más documentos habilitantes.

HISTORIAL DE CALIFICACIÓN		
FECHA	CALIFICACIÓN	CALIFICADORA
Abr-2018	AAA	PCR
Oct-2018	AAA	PCR
Abr-2019	AAA	GlobalRatings
Oct-2019	AAA	GlobalRating
Abr-2020	AAA	GlobalRating

**CONTACTO**

**Mariana Ávila**  
Gerente de Análisis  
[mavila@globalratings.com.ec](mailto:mavila@globalratings.com.ec)

**Hernán López**  
Gerente General  
[hlopez@globalratings.com.ec](mailto:hlopez@globalratings.com.ec)

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. otorgó la calificación de AAA para la Cuarta Emisión de Obligaciones de CEPSA S.A. en comité No. 318-2020, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el día 30 de octubre de 2020; con base en los estados financieros auditados de los periodos 2017, 2018 y 2019, estados financieros internos, proyecciones financieras, estructuración de la emisión y otra información relevante con fecha agosto de 2020. (Aprobado por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros mediante Resolución No. SCVS-IRQ-DRMV-SAR-2018-00005153 el 14 de junio de 2018 por un monto de hasta USD 6.000.000).

**FUNDAMENTOS DE CALIFICACIÓN**

- El sector automotriz, así como sus relacionadas de repuestos, partes, mantenimiento y el parque automotor en su conjunto registraron un crecimiento constante durante los años 2017 y 2018; después de una caída en su actividad durante la crisis económica del año 2016. En el año 2019 se registró una menor venta de vehículos frente al año anterior como consecuencia de los efectos de la paralización a nivel nacional por las manifestaciones registradas en el mes de octubre. Con la emergencia sanitaria actual provocada por COVID-19, se estiman decrecimientos en la economía en general al verse afectado el consumo y la libre circulación de personas y mercancías a nivel mundial. La situación a futuro todavía es incierta dado que aún no se vislumbra un final, por lo que las consecuencias económicas son difíciles de proyectar, pero paulatinamente se va recuperando la operatividad normal de la economía. Puntualmente, el sector automotriz ha sido de los mayores afectados en la pandemia con valores mínimos en ventas registrados históricamente. No obstante, ya que el grueso de las ventas se concentra en productos de mantenimiento y repuestos de vehículos como son los lubricantes y los neumáticos, la compañía demostró la flexibilidad suficiente para hacer frente a las condiciones actuales de la economía, con adecuaciones en su estrategia comercial y en su estructura operativa.
- CEPSA S.A. cuenta con una trayectoria de más de 60 años en el mercado nacional comercializando y fabricando productos relacionados al sector automotriz, siendo el tercer mayor importador de llantas a nivel nacional y de los principales productores y comercializadores de lubricantes. Asimismo, comercializa la marca de vehículos Volkswagen que cuentan con un efectivo posicionamiento en el mercado por la calidad de sus productos. La compañía cuenta con un Directorio estatutario, prácticas de Gobierno Corporativo, cotiza sus acciones en Bolsa y cuenta con ejecutivos de amplia experiencia en el mercado que garantizan un manejo óptimo y eficiente de la compañía.
- Los resguardos de Ley que respaldan la Emisión se han cumplido cabalmente, al igual que el límite de endeudamiento donde el Emisor se compromete a mantener durante el plazo de la Emisión una relación de pasivos financieros sobre activos totales no mayor a 0,80 veces. Adicionalmente, la Cuarta Emisión de Obligaciones cuenta con un mecanismo de fortalecimiento consistente en un Fideicomiso de Administración de Flujos para garantizar los pagos a los obligacionistas. A la fecha del presente informe, se han cumplido con los pagos de capital e intereses contemplados en las tablas de amortización a los que el Emisor se obliga mediante la presente Emisión de Obligaciones.

**DESEMPEÑO HISTÓRICO**

Las ventas de la compañía presentaron un comportamiento creciente entre el 2017 y 2018 producto del incremento de las líneas de llantas, equipos de talleres de vehículos y las otras líneas. Asimismo, el incremento de las ventas se atribuyó a la estrategia comercial que implementó la compañía desde el año 2015. Para diciembre de 2019, las ventas registraron una reducción de USD 3,25 millones frente al año anterior producto de diversos factores que afectaron a la compañía en dicho año que fueron: la reducción en la importación de llantas Yokohama; la caída de la actividad del sector productivo y la paralización nacional por las manifestaciones de octubre 2019.

Para agosto de 2020 las ventas de la compañía registraron un decrecimiento del orden del 38% frente al interanual producto del efecto de la crisis sanitaria provocada por el COVID-19, lo cual afectó la actividad económica a nivel general en todo el país, y en mayor medida afectó al sector comercial y automotriz. A raíz de la emergencia sanitaria que se atraviesa a nivel mundial, CEPSA S.A. ha realizado modificaciones en su estrategia en el año 2020 alterando el mix de productos ofrecidos al mercado.

En cuanto a los resultados, se registró una clara tendencia negativa entre el año 2017 y 2019 pasando de una utilidad neta de USD 509 mil a una pérdida neta de USD 674 mil. Puntualmente, para el año 2018 la caída de los resultados se atribuye al incremento del precio del petróleo y de la materia prima de lubricantes, que no logró ser contrarrestada con la reducción de los gastos operativos, provocando un menor resultado operativo. Al cierre del 2019, la pérdida neta fue producto de las menores ventas por la desaceleración económica y la paralización de la actividad económica.

Los valores de deuda neta presentaron una tendencia creciente en el 2018 y se mantuvieron estables para el 2019. Esto se atribuye al incremento de las obligaciones financieras de corto plazo y la colocación de la Cuarta Emisión de Obligaciones en el 2018 y a la amortización de los mismos para el 2019. Dada la mayor concentración de pasivos en el corto plazo, el indicador de Servicio de Deuda se incrementó entre el año 2018 y 2019, puntualmente por el incremento del gasto financiero y de los pasivos con el Mercado de Valores.

La generación de flujo operativo de la compañía tuvo valores fluctuantes en el periodo de análisis dado el giro de negocio de la compañía. Ya que CEPSA S.A. otorga crédito directo a sus clientes, el efectivo cobrado frente al efectivo pagado difiere en cuanto a los plazos de crédito otorgados y de las transacciones de venta realizadas cada año. No obstante, dado que es un efecto normal del giro de negocio, CEPSA S.A. mantiene su política de liquidez para hacer frente a cualquier necesidad en el cortísimo plazo. La Necesidad Operativa de Fondos mantuvo un valor constante entre el año 2017 y 2019 alrededor de los USD 20,00 millones debido al giro de negocio del Emisor donde se requieren montos significativos en stock y el otorgamiento de créditos directos a los clientes.

RESULTADOS E INDICADORES	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	AGOSTO 2019	AGOSTO 2020
	Actual			Proyectado				Interanual	
Ingresos de actividades ordinarias	43.174	47.304	44.057	27.085	28.710	30.433	33.476	29.578	18.323
Utilidad operativa	1.460	1.053	(78)	(998)	774	609	889	280	(974)
Utilidad neta	509	36	(613)	(1.745)	261	364	382	(261)	(1.471)
EBITDA	2.079	1.648	443	(478)	1.295	1.129	1.410	634	(650)
Deuda Neta	9.330	11.845	11.363	6.051	6.148	6.187	6.781	13.689	8.432
Flujo Libre de Efectivo (FLE)	(3.061)	441	(359)	5.630	211	258	(307)	-	-
Necesidad Operativa de Fondos	19.883	20.004	19.102	12.453	13.200	13.992	15.391	21.205	15.553
Servicio de Deuda (SD)	-	6.963	7.400	9.954	3.288	5.097	2.621	-	9.590
Razón de Cobertura de Deuda DSCRC	-	0,24	-	-	0,39	0,22	0,54	-	-
Capital de Trabajo	15.577	16.183	12.131	11.390	9.914	13.028	12.278	13.709	9.097
ROE	2,62%	0,19%	-3,33%	-10,48%	1,54%	2,10%	2,16%	-2,08%	-13,23%
Apalancamiento	0,97	1,17	1,20	0,89	0,88	0,86	0,91	1,18	1,11

**Tabla 1:** Resultados e indicadores.

Fuente: CEPSA S.A.; Elaboración: GlobalRatings

## EXPECTATIVAS PARA PERIODOS FUTUROS

A raíz de la emergencia sanitaria que se atraviesa a nivel mundial, CEPSA S.A. ha realizado modificaciones en su estrategia en el año 2020 para hacer frente a la demanda actual, considerando que el consumo se modificó y la demanda de productos se altera. Por esta razón se tiene planificado enfocarse en mayor medida en las líneas de mantenimiento y repuestos y en líneas con mayores márgenes de ganancia. Los efectos de la nueva estrategia no se van a plasmar en el corto plazo, por lo que se estiman pérdidas para el cierre del año. No obstante, para años posteriores se espera que las ventas se recuperen paulatinamente conforme el comportamiento general del sector y surjan efecto las medidas optadas por la administración. Como consecuencia de la pandemia de COVID-19, los resultados arrojaron tanto pérdidas operativas como netas para agosto de 2020. Por esta razón, el cierre del año 2020 espera un comportamiento coherente de pérdidas y para años posteriores se proyectan resultados netos positivos con una tendencia creciente paulatina entre el año 2021 y 2023.

Para años posteriores, se estima mantener los valores de efectivo y equivalentes, provocando valores de Deuda Neta coherentes con el histórico y con las necesidades de financiamiento de cada año. Se debe mencionar que debido a la reestructuración operativa de la compañía, el valor medio de Deuda Neta se reduce de acuerdo con las necesidades de financiamiento del nuevo mix de productos. Para el Servicio de Deuda, al cierre del año 2020 se estima alcanzar un valor máximo para este indicador por los valores a pagar con entidades financieras, no obstante, a futuro se estima un alivio por la reestructuración de pasivos al largo plazo. La Necesidad Operativa de Fondos para las proyecciones se estima que este indicador se reduzca por el cambio de estrategia comercial y reestructuración operativa a raíz de la pandemia.

## FACTORES ADICIONALES

La emergencia sanitaria que atraviesa el mundo ha hecho que el corto plazo sea altamente incierto dado que aún no se vislumbra un final y que las consecuencias económicas sean difíciles de proyectar. Pensar en el largo plazo es más complejo aun dado que el escenario económico post pandemia es casi imposible de predecir. En este contexto la compañía ha demostrado fortalezas en lo que respecta a la calidad de sus activos y de su administración, con estrategias claras y definidas.

## FACTORES DE RIESGO

Según el Literal g, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. identifica como riesgos previsibles en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables, los siguientes:

- Riesgo general del entorno económico, que afecta a todo el entorno, y que se puede materializar cuando, sea cual fuere el origen del fallo que afecte a la economía, el incumplimiento de las obligaciones por parte de una entidad participante provoca que otras, a su vez, no puedan cumplir con las suyas, generando una cadena de fallos que puede terminar colapsando todo el funcionamiento del mecanismo, por lo que ante el incumplimiento de pagos por parte cualquiera de la empresas se verían afectados los flujos de la compañía. Las condiciones de emergencia derivadas de la pandemia han afectado al entorno económico de manera general. Actualmente, el riesgo de una cadena de impago es más elevado fruto de la paralización económica y su efecto sobre la liquidez del sector real. No obstante, el Gobierno ha implementado una política tendiente a aminorar el efecto de la situación sanitaria actual en las empresas en la medida de lo posible, a través de facilidades crediticias emergentes, lo cual reduce el riesgo en el entorno. Las medidas gubernamentales junto a un análisis detallado del portafolio de clientes y con políticas de cobro definidas mitigan parcialmente este riesgo.
- Cambios en la normativa y en el marco legal en el que se desenvuelve la empresa son inherentes a las operaciones de cualquier compañía en el Ecuador. En el caso puntual de la compañía lo anterior representa un riesgo debido a que esos cambios pueden alterar las condiciones operativas. Sin embargo, este riesgo se mitiga debido a que la compañía tiene la mayor parte de sus contratos suscritos con compañías privadas lo que hace difícil que existan cambios en las condiciones previamente pactadas.
- Promulgación de nuevas medidas impositivas, incrementos de aranceles, restricciones de importaciones u otras políticas gubernamentales que son una constante permanente que genera incertidumbre para el mantenimiento del sector. De esta forma se incrementan los precios de los bienes importados. La compañía mantiene variedad de líneas de negocio que permite mitigar este riesgo.
- Durante el proceso de producción, la compañía puede verse afectada por riesgos exógenos como catástrofes naturales, robos e incendios; en los cuales los activos fijos e inventarios se pueden ver afectados, total o parcialmente generando pérdidas económicas a la compañía. El riesgo se mitiga con pólizas de seguros que se mantienen sobre la propiedad, planta, equipo e inventarios que cubren riesgo de incendios, rotura, robo, lucro cesante por un total de USD 40,61 millones.
- Existe riesgo de que la rentabilidad de la compañía se reduzca por la alta competitividad existente en el sector automotriz y sus relacionados, con nuevos participantes que importan vehículos desde China y con varios distribuidores a nivel nacional de diferentes marcas reconocidas internacionalmente. La compañía mitiga este riesgo a través de la comercialización de vehículos

Volkswagen de gran prestigio a nivel mundial. Asimismo, la compañía brinda a sus productos valor agregado a través de la mezcla de lubricante en el país utilizando materia prima importada de alta calidad y con la comercialización de neumáticos de origen asiático.

- Los productos comercializados por CEPSA S.A. están ligados al sector automotriz, por lo que las ventas de la compañía dependen del tamaño del parque automotor. Sin embargo, la compañía mantiene una variedad de líneas de productos que comercializa tanto para los vehículos nuevos adquiridos como para el mantenimiento de vehículos usados a través de las líneas de lubricantes y llantas. De esta manera, las ventas de la compañía no dependen del volumen de ventas de vehículos nuevos a nivel nacional, al enfocarse en el mantenimiento de éstos, abarcando un mayor mercado y reduciendo el riesgo de concentración.
- La continuidad de la operación de la compañía puede verse en riesgo efecto de la pérdida de la información, en cuyo caso la compañía mitiga este riesgo ya que posee políticas y procedimientos para la administración de respaldos de bases de datos, cuyo objetivo es generar back up por medios magnéticos externos para proteger las bases de datos y aplicaciones de software contra fallas que puedan ocurrir y posibilitar la recuperación en el menor tiempo posible y sin la pérdida de la información.

Según el Literal i, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. identifica que existen riesgos previsibles de los activos que respaldan la emisión y su capacidad para ser liquidados.

Se debe indicar que los activos que respaldan la Emisión, de acuerdo con la declaración juramentada, son las cuentas por cobrar comerciales. Los activos que respaldan la presente Emisión pueden ser liquidados por su naturaleza y de acuerdo con las condiciones del mercado. Al respecto:

- Uno de los riesgos que puede mermar la calidad de las cuentas por cobrar que respaldan la Emisión son escenarios económicos adversos que afecten la capacidad de pago de los clientes a quienes se ha facturado. La empresa mitiga este riesgo mediante la diversificación de clientes que mantiene y a través de su riguroso proceso de cobro que le ha permitido mantener una cartera saludable. La situación actual creada por la pandemia evidentemente crea un escenario económico adverso. En este sentido, es posible que algunos pagos se posterguen lo que no significa que “desaparezcan”. En consecuencia, el riesgo creado por la crisis sanitaria se mitiga, por cuanto los clientes seguirán cumpliendo con sus obligaciones.

Al darse cumplimiento a lo establecido en el Literal h, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, que contempla las consideraciones de riesgo cuando los activos que respaldan la emisión incluyan cuentas por cobrar a empresas vinculadas.

Se debe indicar que dentro de las cuentas por cobrar que mantiene CEPSA S.A. se registran cuentas por cobrar compañías relacionadas por USD 139.613, por lo que los riesgos asociados podrían ser:

- Las cuentas por cobrar compañías relacionadas corresponden al 1,23% del total de los activos que respaldan la Emisión y el 0,40% de los activos totales. Por lo que su efecto sobre el respaldo de la Emisión de Obligaciones no es representativo, si alguna de las compañías relacionadas llegara a incumplir con sus obligaciones ya sea por motivos internos de las empresas o por motivos exógenos atribuibles a escenarios económicos adversos, no se generaría un efecto negativo en los flujos de la empresa. Sin embargo, la compañía mantiene adecuadamente documentadas estas obligaciones y un estrecho seguimiento sobre los flujos de las empresas relacionadas.

## INSTRUMENTO

### CUARTA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

Características	CLASES	MONTO	PLAZO	TASA FIJA ANUAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES
	C	3.000.000	1.080 días	7,00%	Trimestral	Trimestral
	D	3.000.000	1.800 días	8,00%	Trimestral	Trimestral
Garantía	Garantía General de acuerdo con el Art.162 Ley de Mercado de Valores.					

**CUARTA EMISIÓN DE OBLIGACIONES**

Destino de los recursos	El objeto de la Emisión es mejorar la estructura financiera de la empresa, destinando los recursos que se generen 50% para financiar parte del capital de trabajo, específicamente compra de inventario (materia prima y/o producto terminado); y 50% para reestructuración de pasivos con instituciones financieras locales.
Estructurador financiero y agente colocador	Silvercross S.A. Casa de Valores SCCV
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.
Representantes de obligacionistas	Bondholder Representative S.A.
Resguardos	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores</li> <li>■ Los activos reales sobre los pasivos exigibles deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.</li> <li>■ Mantener durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en Artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.</li> <li>■ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.</li> </ul>
Límite de endeudamiento	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Mantener un límite de endeudamiento de pasivos financieros / activo total en una relación no mayor a 0,80 veces, considerándose a la deuda financiera y bursátil.</li> </ul>
Mecanismo de fortalecimiento	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ El Emisor en defensa de los intereses de los obligacionistas ha constituido un Fideicomiso de Administración de Flujos como mecanismo de fortalecimiento. El activo transferido al patrimonio autónomo está constituido por el derecho de cobro de los flujos provenientes de las facturas emitidas por el Constituyente a los compradores en las líneas de negocio denominadas Yokoha-ma PCR y Filtros Franig. Los flujos ingresarán al fideicomiso mensualmente y la fiduciaria provisionará la cantidad equivalente a la tercera parte del valor de la cuota trimestral a pagarse, que incluya capital e intereses.</li> </ul>

**Tabla 2:** Resumen instrumento.

**Fuente:** Prospecto de Oferta Pública; **Elaboración:** GlobalRatings

El Informe de Calificación de Riesgos de la Cuarta Emisión de Obligaciones CEPSA S.A., ha sido realizado con base en la información entregada por la empresa y a partir de la información pública disponible.

Atentamente,

**Ing. Hernán Enrique López Aguirre PhD(c)**  
Gerente General

**PERFIL EXTERNO**

**ENTORNO MACROECONÓMICO**

**EXPECTATIVAS DE RECESIÓN**

La economía mundial se contraerá significativamente al cierre de 2020 como consecuencia de la emergencia sanitaria y de las medidas de contención adoptadas para detener la propagación del virus. El impacto económico de la pandemia a nivel mundial fue peor al anticipado durante el primer semestre de 2020, pero ciertas economías, principalmente avanzadas, presentaron una recuperación significativa durante el segundo trimestre, en respuesta a políticas fiscales, monetarias y regulatorias que permitieron mantener el ingreso disponible de los hogares, el flujo de efectivo de las empresas y la provisión de crédito. Por lo tanto, el Fondo Monetario Internacional (FMI) mejoró la proyección de crecimiento de la economía mundial en 0,5 puntos porcentuales<sup>1</sup> con respecto a las previsiones de junio<sup>2</sup>. No obstante, la recuperación económica será desigual e incierta, especialmente en ciertas economías emergentes, cuyas proyecciones empeoraron por la continua propagación de la pandemia. Se espera, con gran incertidumbre, una recuperación a partir de 2021<sup>3</sup>.

CRECIMIENTO	FUENTE	2017	2018	2019	2020	2021
			Real		Proyectado	
Economía mundial	FMI	3,81%	3,51%	2,80%	-4,36%	5,15%
	Banco Mundial	3,30%	3,00%	2,40%	-5,20%	4,20%
Economías avanzadas	FMI	2,53%	2,24%	1,65%	-5,82%	3,92%
	Banco Mundial	2,50%	2,10%	1,60%	-7,00%	3,90%
Economías emergentes	FMI	4,82%	4,48%	3,66%	-3,28%	6,05%
	Banco Mundial	4,50%	4,30%	3,50%	-2,50%	4,60%
América Latina	FMI	1,35%	1,06%	0,03%	-8,13%	3,57%
	Banco Mundial	1,90%	1,70%	0,80%	-7,20%	2,80%
Ecuador	FMI	2,37%	1,29%	0,05%	-11,00%	4,76%
	Banco Mundial	2,40%	1,30%	0,10%	-7,40%	4,10%
	BCE	2,37%	1,29%	0,05%	-8,14%*	1,50%-2,00%
Ecuador PIB Nominal (millones USD)	BCE	104.296	107.562	107.436	96.512	
Ecuador PIB Real (millones USD)	BCE	70.956	71.871	71.909	66.057	

\*Las estimaciones del Banco Central contemplan tres posibles escenarios de decrecimiento en un rango de -7,29% a -9,59%. La estimación de -8,14% resulta de un escenario medio/moderado.

**Tabla 3:** Evolución y proyecciones de crecimiento.

**Fuente:** Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial, Banco Central del Ecuador. **Elaboración:** GlobalRatings

La región de América Latina y el Caribe será de las más afectadas durante 2020, alcanzando probablemente la peor recesión económica de las últimas décadas. Según la Comisión Económica para América Latina y el Caribe, la región afronta la pandemia desde una posición más débil que el resto<sup>4</sup>, ya que su desempeño económico fue deficiente durante los últimos cinco años. Las perspectivas económicas de la región para 2020 son precarias, en función de la propagación del virus, que no ha sido controlada, y su impacto significativo sobre los sistemas de salud, la importancia de sectores económicos que se han visto altamente afectados, como el turístico, la dependencia de la región en los commodities cuyos precios se han visto deteriorados y la creciente dependencia de financiamiento externo, incluidas las remesas.

La economía ecuatoriana creció aceleradamente entre 2010 y 2014, impulsada por el auge en el precio de los commodities<sup>5</sup>. Esta tendencia se revirtió a partir de 2015, por la caída en los precios del petróleo, la reducción del margen fiscal, la apreciación del dólar y la contracción de los niveles de inversión, y se acentuó para 2016 producto del terremoto en la Costa que contrajo la actividad productiva<sup>6</sup>. La economía ecuatoriana se recuperó a partir de 2017, y para 2018 creció en 1,29%. En 2019 se vio afectada por la consolidación fiscal y el compromiso de ajuste ante el FMI, así como por los disturbios sociales de octubre, que le costaron al país 0,1 puntos porcentuales en el crecimiento<sup>7</sup>. Los datos del segundo trimestre de 2020 reflejan una caída de -12,4%<sup>5</sup> en el PIB, debido a la suspensión de actividades productivas a nivel nacional producto de la emergencia sanitaria, que contrajo los niveles de inversión en 18,5%, deterioró el monto de exportaciones en 15,7% y redujo el consumo de los hogares en 11,9%. Adicionalmente, la crisis fiscal que afronta el país,

<sup>1</sup> Fondo Monetario Internacional (2020, octubre). *World Economic Outlook: A Long and Difficult Ascent*. Washington D.C.

<sup>2</sup> Fondo Monetario Internacional. (2020, junio). *World Economic Outlook Update: A Crisis Like No Other, An Uncertain Recovery*. Washington D.C.

<sup>3</sup> Fondo Monetario Internacional. (2020, abril). *World Economic Outlook, Chapter 1: The Great Lockdown*. Washington D.C.

<sup>4</sup> Comisión Económica para América Latina y el Caribe. (2020, marzo). *Informe Especial Covid-19, América Latina y el Caribe Ante la Pandemia del Covid-19: Efectos económicos y sociales*.

<sup>5</sup> Banco Central del Ecuador. (2020, septiembre). Boletín de Cuentas Nacionales Trimestrales del Ecuador No. 112.

<sup>6</sup> Comisión Económica para América Latina y el Caribe. (2016). *Estudio Económico de América Latina y el Caribe: Ecuador*.

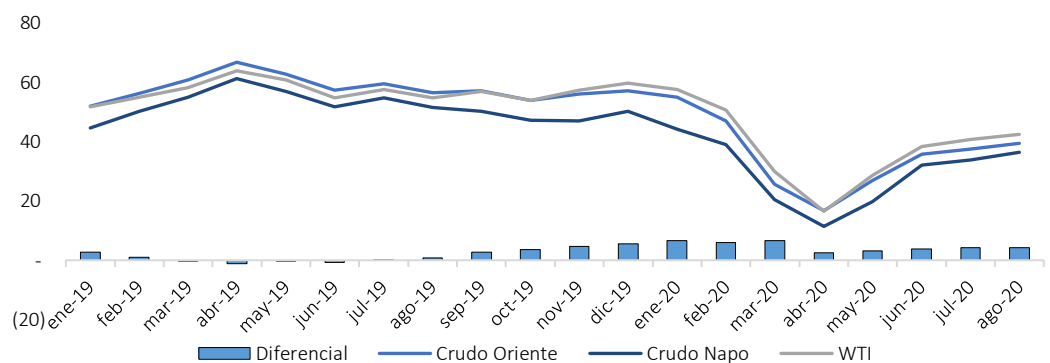
<sup>7</sup> El Comercio. (2020, febrero). *Ecuador buscará retirada 'gradual' de subsidios, reitera Richard Martínez*. <https://www.elcomercio.com/actualidad/ecuador-retirada-gradual-subsidios-combustibles.html>

incluso desde antes de la crisis sanitaria, limitó la capacidad de respuesta del Gobierno y redujo el gasto público en 10,5%.

Actualmente, las previsiones de crecimiento de organismos multilaterales, así como del Banco Central del Ecuador, se han revisado significativamente a la baja, en función del fuerte brote de la pandemia a inicios de la emergencia, la caída en el precio del crudo, la complicada situación fiscal y las medidas de confinamiento adoptadas. Ecuador será la cuarta economía con peor desempeño en América del Sur, precedida por Venezuela (-25,0%), Perú (-13,9%) y Argentina (-11,8%).

**PERSPECTIVAS DEL MERCADO DE PETRÓLEO**

La paralización económica a nivel mundial, el exceso de oferta en el mercado y la dificultad para almacenar los altos excedentes generaron un desplome de los precios internacionales del crudo durante los primeros meses del año, llegando incluso a cotizarse en valores negativos durante el mes de abril<sup>8</sup>. La reactivación de ciertas economías a nivel mundial y los recortes en la producción que redujeron los niveles internacionales de existencias impulsaron una recuperación en los precios del crudo a partir de mayo de 2020. En septiembre de 2020 la OPEP redujo los pronósticos de demanda de petróleo para 2020 y 2021, lo que podría ejercer una presión a la baja sobre los precios y requerir recortes adicionales en la producción mundial. A la fecha del presente informe, el precio del petróleo WTI asciende a USD 40 por barril.



**Gráfico 1:** Evolución precios promedio del crudo ecuatoriano (USD).  
**Fuente:** Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** GlobalRatings

Para agosto de 2020 el precio promedio de la canasta de crudo ecuatoriano creció en 4,64% con respecto al mes de julio, pero se mantiene 29,52% por debajo del valor registrado en agosto de 2019<sup>9</sup>. El diferencial entre el precio promedio del petróleo WTI y el de la canasta de crudo ecuatoriano, que mantuvo una tendencia creciente desde agosto de 2019, se redujo para abril de 2020 en función de la caída drástica del precio en mercados internacionales<sup>9</sup>. No obstante, el diferencial aumentó nuevamente a partir de mayo, alcanzando en agosto los USD 4,19 por barril. Actualmente el país afronta el desafío de incrementar la producción de crudo, que, para septiembre de 2020, se contrajo en 12,5% frente al mismo periodo de 2019.

Las exportaciones petroleras entre enero y agosto de 2020 cayeron en 46% frente al mismo periodo de 2019, producto del deterioro de los precios y de la contracción de la demanda. Adicionalmente, en abril de 2020 las tuberías del Sistema de Oleoducto Transecuatoriano (SOTE) y del Oleoducto de Crudos Pesados (OCP) se rompieron, lo cual afectó la producción nacional<sup>10</sup>, obligó al país a aplicar la cláusula de fuerza mayor en sus contratos, y a postergar exportaciones. Las operaciones del SOTE y del OCP se reanudaron durante la primera semana de mayo, pero se suspendieron nuevamente a mediados de junio y julio como medidas preventivas. Adicionalmente, existieron retrasos en la perforación de 22 pozos nuevos. La proforma presupuestaria para 2020 se elaboró con un precio de USD 51,30 por barril, por lo que la caída en el valor de las exportaciones petroleras generará pérdidas por ingresos en 2020 que podrían ascender a USD 2.700 millones<sup>11</sup>. Con la aprobación de la Ley de Ordenamiento de Finanzas Públicas, se creó un Fondo de Estabilización Petrolera, que se alimentará de los ingresos provenientes de la explotación y comercialización de recursos naturales no renovables que superen a lo contemplado en el Presupuesto General del Estado, luego de descontar las

<sup>8</sup> BBC. (2020, abril). *Caída del precio del petróleo: el crudo estadounidense WTI se desploma y se cotiza por debajo de cero por primera vez en la historia.* <https://www.bbc.com/mundo/noticias-52362339>

<sup>9</sup> Banco Central del Ecuador. (2020, septiembre). *Información Estadística Mensual No. 2023- Septiembre 2020.*

<sup>10</sup> El Comercio. (2020, abril). *Ecuador bajó la producción petrolera por rotura de oleoductos.* <https://www.elcomercio.com/actualidad/ecuador-produccion-petrolera-reduccion-oleoductos.html>

<sup>11</sup> Primicias. (2020, abril). *El impacto del Covid-19 en la economía tiene tres escenarios.* <https://www.primicias.ec/noticias/economia/impacto-covid-19-economia-escenarios/>

preasignaciones dispuestas por Ley, y que permitirá garantizar la estabilidad económica, la sostenibilidad de las cuentas públicas y/o la ejecución de egresos para educación y salud.

**CRISIS FISCAL Y DEUDA PÚBLICA**

El Estado ecuatoriano registró déficits fiscales durante los últimos 11 años, en respuesta a una agresiva política de inversión pública sumada a un mayor gasto corriente<sup>12</sup>, que se mantuvo para años posteriores a pesar de la caída en los ingresos petroleros. Para 2018, el déficit fiscal registró el menor monto desde 2013, pero en 2019, una sobreestimación del nivel de ingresos tributarios (USD 724 millones por encima de la recaudación real<sup>13</sup>) y de monetización de activos, junto con un mayor gasto por el pago de intereses y por el aporte estatal a la Seguridad Social, incrementaron el monto del déficit fiscal.

Si bien la recaudación tributaria alcanzó un máximo al cierre de 2019, para los meses de enero a septiembre de 2020 se contrajo en 15%<sup>14</sup> debido fundamentalmente al deterioro en los niveles de ventas. Con el objetivo de incrementar los ingresos, el Gobierno dispuso el pago anticipado del Impuesto a la Renta de las empresas grandes, por lo cual percibió USD 257 millones en el mes de septiembre. No obstante, se prevé una menor recaudación en 2020, en función del deterioro en el capital empresarial, los menores ingresos disponibles de la población, y la capacidad productiva en el periodo de reactivación. El Ministerio de Finanzas estima una caída de USD 1.862 millones en los ingresos tributarios para 2020 que, junto con la caída en ingresos petroleros y de monetización de activos, le representarán al fisco una baja de USD 7.036 millones en los ingresos<sup>15</sup>. Se estima realizar un recorte en el presupuesto estatal para 2020 por USD 5.000 millones. No obstante, se prevé un déficit equivalente aproximadamente al 9% del PIB al término de este año<sup>16</sup>.

El gasto público elevado y el creciente déficit fiscal generaron una mayor necesidad de financiamiento, que impulsó al alza la deuda pública en los últimos años, superando el límite máximo permitido por ley. En 2019 la deuda pública creció en función de la emisión de bonos en mercados internacionales y del financiamiento con multilaterales, del cual el país se ha vuelto altamente dependiente durante la emergencia actual. Para agosto de 2020, la deuda pública incrementó en USD 1.924 millones, y se concentró en acreedores externos.

INDICADORES FISCALES	PERIODO DE INFORMACIÓN	INDICADOR	VARIACIÓN INTERANUAL
Déficit fiscal (millones USD)	2019	-4.043,00	21,31%
Déficit fiscal (% PIB)	2019	-3,80%	-0,70%
Recaudación tributaria (millones USD)	2019	14.268,53	2,81%
Recaudación tributaria (millones USD)	enero - septiembre 2020	9.370,91	-15,16%
Deuda pública (millones USD)	agosto 2020	59.260,53	6,39%
Deuda pública (% PIB)	agosto 2020	61,40%	10,36%
Deuda interna (millones USD)	agosto 2020	17.434,28	5,72%
Deuda externa (millones USD)	agosto 2020	41.826,25	6,67%

**Tabla 4:** Evolución de Resultados del Presupuesto General del Estado.  
**Fuente:** Ministerio de Finanzas; **Elaboración:** GlobalRatings

Debido a los niveles de gasto público excesivos, la dificultad para hacer recortes sustanciales, y la caída en los ingresos prevista, la capacidad del Gobierno de implementar estímulos depende de financiamiento externo. Durante la emergencia sanitaria, se gestionaron recursos de varios organismos multilaterales por cerca de USD 2.000 millones. En agosto de 2020 se llegó a un acuerdo con los tenedores de bonos internacionales para renegociar los vencimientos de USD 17.400 millones, mediante el cual se redujo el stock de deuda en USD 1.500 millones, se incrementó el plazo a 12,7 años con 5 años de gracia para el pago de capital, y se disminuyó la tasa de interés de 9,3% a 5,2%. Una de las condiciones para dicha negociación fue concretar un acuerdo con el FMI al que se llegó en agosto de 2020, con una duración de 27 meses y por un monto de USD 6.500 millones, de los cuales USD 4.000 millones se recibirán este año. El plazo para el pago de capital será de 10 años, con 4 años de gracia, y una tasa de interés de 2,9% anual. El primer desembolso del FMI se realizó en octubre de 2020 por USD 2.000 millones, monto que se destinó principalmente a cubrir atrasos del Gobierno, que ascendían a USD 3.600 millones. Los siguientes desembolsos están previstos entre 2020 y 2022, siempre que el Gobierno cumpla con ciertos compromisos y requerimientos, entre los que se

<sup>12</sup> El Universo. (2019, enero). *Ecuador cumplió diez años con déficit en presupuestos del Estado*. <https://www.eluniverso.com/noticias/2019/01/15/nota/7139165/decada-deficit-presupuestos-estado>

<sup>13</sup> Servicio de Rentas Internas del Ecuador. *Estadísticas de Recaudación del Periodo Diciembre 2019*.

<sup>14</sup> Servicio de Rentas Internas del Ecuador. *Estadísticas de Recaudación del Periodo Septiembre 2020*.

<sup>15</sup> El Universo. (2020, abril). *Ministro Richard Martínez explica que Ecuador tendrá caída de \$7000 millones de ingresos*. <https://www.eluniverso.com/noticias/2020/04/15/nota/7814325/ministro-martinez-explica-que-ecuador-tendra-caida-7000-millones>

<sup>16</sup> El Universo. (2020, octubre). *Ministro de Economía, Mauricio Pozo: 'Me vinculo en los últimos meses, pero no he venido a calentar el asiento'*. <https://www.eluniverso.com/noticias/2020/10/14/nota/8014105/entrevista-mauricio-pozo-ministro-economia-ajuste-deuda-fmi-biess>

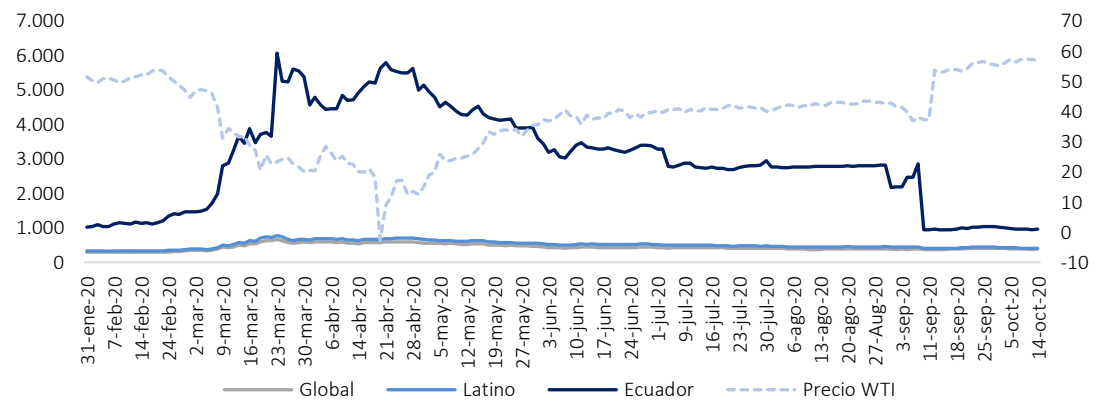


encuentran una mayor transparencia en las transacciones públicas y la aprobación de una Ley Anticorrupción, una expansión de la base de beneficiarios de los programas sociales, una disminución de los niveles de endeudamiento, la recuperación de la independencia del Banco Central y una reforma tributaria, entre otras. Con el objetivo de recortar el gasto, en mayo de 2020 se reemplazó el subsidio a los combustibles por un mecanismo de banda de precios, atada al comportamiento de los precios internacionales.

**PERCEPCIONES DE RIESGO**

Desde enero de 2020, el riesgo país presentó una tendencia creciente, y se disparó tras el desplome en el precio del petróleo y el pedido de la Asamblea Nacional al ejecutivo de no pagar la deuda externa para destinar esos recursos a la emergencia sanitaria<sup>17</sup>. Tras la renegociación de la deuda externa y la firma del acuerdo con el FMI, el riesgo país mantuvo una tendencia decreciente, alcanzando por primera vez en el año una cifra por debajo de los 1.000 puntos. Ecuador mantiene el tercer índice más alto de América Latina, antecedido por Argentina (1.404) y Venezuela (25.264).

Durante los primeros meses de la emergencia sanitaria las principales calificadoras de riesgo internacionales redujeron la calificación crediticia del Ecuador en varias ocasiones. No obstante, en septiembre de 2020 Fitch Ratings mejoró la calificación de la deuda soberana de largo plazo ecuatoriana de RD a B(-) y Standard & Poors subió la calificación de SD a B(-), ambas con perspectiva estable, tras el acuerdo de renegociación con los tenedores de bonos internacionales y el acuerdo con el Fondo Monetario Internacional<sup>18</sup>.



**Gráfico 2:** Evolución Riesgo País (EMBI).

Fuente: JPMorgan – BCRD; Elaboración: GlobalRatings

La inversión extranjera en Ecuador ha sido históricamente débil, ubicándose por debajo de otros países de la región, debido a problemas como la inestabilidad jurídica y la tramitología. Durante 2019, esta se contrajo en 34% y para el segundo trimestre de 2020 cayó en 68% con respecto al mismo periodo de 2019, agravada por la crisis del Covid-19. El 76% de la inversión extranjera directa se concentró en actividades de servicios, mientras que el 32% correspondió a actividades de explotación de minas y canteras y el 9% a las industrias manufactureras. Durante el segundo semestre existió una desinversión neta por parte de los países de la Comunidad Andina (-USD 193,8 mil). El 83,99% de la inversión extranjera durante el segundo trimestre de 2020 provino de Europa, principalmente Inglaterra (USD 59,47 millones) y Alemania (USD 12,37 millones). Por su parte, los capitales asiáticos totalizaron USD 15,74 millones, de los cuales el 93% provino de China<sup>19</sup>.

<b>INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020.I</b>	<b>2020.II</b>
Monto (millones USD)	756,11	624,55	1.388,67	946,26	238,88	90,84
% del PIB	0,76%	0,60%	1,29%	0,88%	0,92%	0,39%

**Tabla 5:** Evolución Inversión Extranjera Directa (millones USD).

Fuente: Banco Central del Ecuador; Elaboración: GlobalRatings

Bajo las condiciones actuales, con un riesgo país por encima de los niveles de la región, el país tiene gran dificultad para acceder a los mercados internacionales y atraer inversión, por el alto costo que representaría.

<sup>17</sup> El Comercio. (2020, marzo): *Riesgo país de Ecuador subió más de 2000 puntos en un día tras pedido de Asamblea de no pago de la deuda*. <https://www.elcomercio.com/actualidad/riesgo-pais-ecuador-subio-emergencia.html>

<sup>18</sup> Fitch Ratings. (2020, septiembre). *Fitch Upgrades Ecuador to 'B-'; Outlook Stable*. <https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/fitch-upgrades-ecuador-to-b-outlook-stable-03-09-2020>

<sup>19</sup> Banco Central del Ecuador. (junio 2020). *Inversión Extranjera Directa, Boletín No. 71*.

**PARALIZACIÓN PRODUCTIVA: EMPLEO E INFLACIÓN**

La Organización Mundial del Trabajo (OIT) deterioró los pronósticos laborales para 2020 y prevé una pérdida de 245 millones de empleos a nivel mundial a causa de las medidas de confinamiento que afectaron al capital empresarial. Específicamente en América Latina, se perdieron cerca de 80 millones de empleos en el segundo trimestre del año, y uno de cada seis jóvenes perdió su empleo durante la pandemia. La informalidad en la región es alarmante: cerca del 53% de trabajadores se emplean en el sector informal. Los sectores de servicios, basados en las relaciones interpersonales, representan el 64% del empleo en la región y el 60% de la fuerza laboral se emplea en micro, pequeñas y medianas empresas<sup>20</sup>, por lo que se estima un deterioro en el empleo en la región y un incremento en el nivel de pobreza.

INDICADORES LABORALES	2015	2016	2017	2018	2019	JUN. 2020*	SEPT. 2020*
Desempleo	4,77%	5,21%	4,62%	3,69%	3,84%	13,27%	6,64%
Empleo adecuado	46,50%	41,19%	42,26%	40,64%	38,85%	16,72%	32,08%
Subempleo	14,01%	19,87%	19,82%	16,49%	17,79%	34,46%	23,37%
Empleo no remunerado	7,66%	8,39%	9,00%	9,95%	10,92%	7,74%	10,77%
Otro empleo no pleno	26,42%	25,12%	24,13%	28,82%	28,00%	25,23%	26,29%

\*Los resultados para junio de 2020 corresponden a la Encuesta Nacional de Empleo, Desempleo y Subempleo Telefónica, cuya metodología difiere de la empleada en años anteriores. Los resultados para septiembre de 2020 se obtuvieron en 99% mediante encuestas cara a cara y en 1% por llamadas telefónicas.

**Tabla 6:** Indicadores laborales Ecuador.

**Fuente:** Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC); **Elaboración:** GlobalRatings

Los indicadores laborales en el país presentaron un deterioro para junio de 2020, debido a la paralización económica y a la crisis en el sector productivo. No obstante, las estadísticas del INEC sugieren una recuperación para septiembre de 2020, con una mejora en el nivel de desempleo, una recuperación en la tasa de empleo adecuado y un menor porcentaje de subempleo, en función de la reactivación gradual de las actividades económicas y las nuevas contrataciones amparadas en la Ley Humanitaria<sup>21</sup>. Por su parte, la OIT prevé una pérdida de cerca de 850.000 empleos en el país hasta el cierre de 2020, y el FMI pronostica una tasa de desempleo de 8,1%, la tercera más baja en la región de América del Sur<sup>1</sup>.

Se estima que las condiciones económicas actuales ejercerán una presión a la baja sobre los niveles de inflación, debido a la caída en la demanda agregada y en los precios del petróleo. Las perspectivas de inflación en América Latina se encuentran por encima del promedio mundial, en 6,20% para 2020 y en 6,70% para 2021<sup>3</sup>, impulsadas por el incremento en precios registrado en Venezuela y Argentina.

INFLACIÓN	2017	2018	2019	SEPTIEMBRE 2019	SEPTIEMBRE 2020
Inflación mensual	0,18%	0,10%	-0,01%	-0,01%	-0,16%
Inflación anual	-0,20%	0,27%	-0,07%	-0,07%	-0,90%
Inflación acumulada	-0,20%	0,27%	-0,07%	0,13%	-0,71%

**Tabla 7:** Evolución de tasas de inflación en Ecuador.

**Fuente:** INEC; **Elaboración:** GlobalRatings

La disminución en la tasa de inflación anual en Ecuador al cierre de 2019 reflejó el deterioro en el empleo adecuado, que resultó en una menor demanda de bienes y servicios. La interrupción en la cadena de suministros impulsó al alza los niveles de precios en los primeros meses de la cuarentena, principalmente de los alimentos y bebidas no alcohólicas y los servicios de salud. No obstante, la menor actividad de sectores como transporte, educación, prendas de vestir, cultura y restaurantes impulsó a la baja los niveles de inflación para septiembre de 2020<sup>22</sup>. El FMI prevé una inflación nula para Ecuador en 2020, que incrementará a 1,05% en 2021<sup>1</sup>. Por su parte, el Banco Mundial pronostica una inflación de 0% en 2020 y de 0,6% en 2021<sup>23</sup>.

**LIQUIDEZ Y MERCADOS FINANCIEROS**

La creciente aversión al riesgo y la demanda de activos líquidos durante los primeros meses de 2020 desplomaron los principales índices bursátiles a niveles similares a los de la crisis financiera de 2009 y causaron una salida masiva de capitales en la región de América Latina<sup>23</sup>. Las perspectivas favorables en cuanto a la evolución del coronavirus en ciertos países desarrollados y las políticas de reactivación económica impulsaron la mejora en los índices accionarios a partir del mes de abril, alcanzando en el segundo trimestre del año el mejor desempeño desde 1998. No obstante, para octubre de 2020 los mercados financieros cayeron debido a perspectivas negativas en cuanto a la evolución del Covid-19 y a la implementación de

<sup>20</sup> Orueta, I. (2017). La Financiación de las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas a través de los Mercados de Valores.

<sup>21</sup> Instituto Nacional de Estadística y Censos. (2020, octubre). *Encuesta Nacional de Empleo, Desempleo y Subempleo*.

<sup>22</sup> Instituto Nacional de Estadística y Censos. (2020, septiembre). *Índice de Precios al Consumidor, septiembre 2020*.

<sup>23</sup> Banco Mundial. (2020, junio). *Global Economic Prospects*. Washington D.C.

estímulos fiscales, principalmente en Estados Unidos, lo que condujo a una mayor demanda de activos seguros, presionando al alza las cotizaciones de las monedas más fuertes.

MERCADOS FINANCIEROS	PERIODO DE INFORMACIÓN	MONTO (MILLONES USD)	VARIACIÓN MENSUAL	VARIACIÓN INTERANUAL
Oferta Monetaria (M1)	agosto 2020	27.275	0,48%	8,95%
Especies monetarias en circulación	agosto 2020	17.944	-0,42%	11,21%
Depósitos a la vista	agosto 2020	9.251	2,28%	4,90%
Liquidez total (M2)	agosto 2020	60.087	0,98%	8,52%
Captaciones a plazo del sistema financiero	agosto 2020	32.812	1,41%	8,16%
Colocaciones del sistema financiero	agosto 2020	44.321	0,05%	3,17%
Reservas internacionales	septiembre 2020	3.443	5,68%	-32,89%
Reservas bancarias	septiembre 2020	6.096	2,20%	56,61%
TASAS REFERENCIALES	PERIODO DE INFORMACIÓN	TASA (%)	VARIACIÓN MENSUAL	VARIACIÓN INTERANUAL
Tasa activa referencial	octubre 2020	8,96%	-0,06%	0,17%
Tasa pasiva referencial	octubre 2020	6,31%	-0,05%	0,28%
Diferencial de tasas de interés	octubre 2020	2,65%	-0,01%	-0,11%

**Tabla 8:** Evolución de indicadores financieros en Ecuador (última fecha de información disponible).

Fuente: Banco Central del Ecuador; Elaboración: GlobalRatings

En el Ecuador, la posición de liquidez en la economía se mantuvo sólida a pesar de la paralización económica a raíz de la crisis sanitaria. Si bien en marzo se evidenció una contracción asociada a la disminución de los ingresos fiscales, la disrupción en la cadena de pagos, y la crisis de liquidez del sector privado, a partir de abril los niveles de liquidez presentaron una recuperación. Para agosto de 2020 existió un cambio en la estructura de liquidez, evidenciando una mejora en la confianza de los depositantes y un mayor ahorro.

Históricamente, las captaciones a plazo del sistema financiero nacional incrementaron sostenidamente, lo que permitió a las entidades financieras hacer frente al shock económico relacionado con la paralización de actividades. Si bien las captaciones se redujeron en el mes de marzo, en función de la mayor necesidad de liquidez de los agentes económicos, a partir de abril se evidenció una recuperación, lo que resalta la confianza de los depositantes en el sistema financiero nacional. Los depósitos a plazo fijo incrementaron en 1,57% entre los meses de julio y agosto, mientras que los depósitos de ahorro crecieron en 1,07%, impulsados por la tasa pasiva referencial, que presentó un incremento en el comparativo interanual con el objetivo de atraer un mayor monto de depósitos. A pesar de los diversos programas de crédito destinados a la reactivación económica impulsados por el Gobierno, las colocaciones del sistema financiero se redujeron durante los meses de confinamiento. Para agosto de 2020 se evidenció una recuperación en la colocación de crédito, superando el monto otorgado en agosto de 2019. En marzo de 2020 la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera resolvió que las entidades financieras del sector público y privado podrían cambiar las condiciones originalmente pactadas de las operaciones de crédito de los diferentes segmentos, sin generar costos adicionales para los clientes y sin afectar su calificación crediticia. Asimismo, en abril de 2020 la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera permitió diferir los pagos a tenedores de instrumentos de renta fija en el Mercado de Valores con aprobación de dos tercios de los votos.

En el marco del acuerdo con el FMI, Ecuador se comprometió a incrementar el monto de Reservas Internacionales, para respaldar la totalidad de los depósitos bancarios en el Banco Central y la moneda fraccionaria en circulación. En marzo, las reservas internacionales cayeron producto de la emergencia sanitaria y la falta de recursos del Gobierno, pero a partir de abril incrementaron debido al financiamiento externo recibido, principalmente de organismos multilaterales. El monto de reservas internacionales en septiembre de 2020 cubrió en 55,75% a los pasivos monetarios de la entidad y en 56,48% a las reservas bancarias, situación que representa un alto riesgo de liquidez ante la falta de respaldo en el Banco Central9.

### SECTOR EXTERNO

La balanza comercial de Ecuador en 2019 registró un superávit en función de un incremento en las exportaciones no petroleras, que representaron el 61% de las exportaciones totales, asociadas a productos tradicionales, fundamentalmente camarón, así como de menores importaciones, principalmente no petroleras, señal de una mejora productiva a nivel nacional. Los primeros meses de 2020 se caracterizaron por una importante demanda de productos ecuatorianos en mercados internacionales, principalmente asiáticos, lo que impulsó al alza las exportaciones no petroleras. No obstante, la crisis asociada al coronavirus deterioró el comercio internacional y generó problemas en la capacidad operativa de las industrias, afectando directamente al sector exportador. Durante el segundo trimestre de 2020, las exportaciones no petroleras, que representaron cerca del 82% del total, se redujeron en 21% con respecto al primer trimestre

de 2020 y en 27% frente al segundo trimestre de 2019, con menores envíos de camarón, banano, cacao y atún, entre otros. Las interrupciones en las cadenas de suministro internacionales y la menor demanda también disminuyeron las importaciones, por lo cual se registró un superávit comercial hasta agosto de 2020.

BALANZA COMERCIAL	2017	2018	2019	ENE-AGO 2019	ENE-AGO 2020
Exportaciones	19.092	21.628	22.329	14.921	12.901
Exportaciones petroleras	6.920	8.802	8.680	5.987	3.236
Exportaciones no petroleras	12.173	12.826	13.650	8.934	9.664
Importaciones	19.033	22.106	21.509	14.590	10.936
Importaciones petroleras	3.201	4.343	4.159	2.873	1.744
Importaciones no petroleras	15.832	17.763	17.350	11.717	9.191
Balanza comercial	59	-478	820	332	1.965
Balanza petrolera	3.719	4.459	4.521	3.114	1.492
Balanza no petrolera	-3.660	-4.937	-3.701	-2.783	473

**Tabla 9:** Evolución de balanza comercial Ecuador (millones USD).

**Fuente:** Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** GlobalRatings

Con lo antes expuesto se da cumplimiento a lo establecido en el Numeral 1, Artículo 11, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, es opinión de GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A., que el entorno mundial, regional y del Ecuador presenta tendencias de crecimiento conservadoras de acuerdo a las estimaciones realizadas y publicadas por el Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial, CEPAL y Banco Central del Ecuador.

## SECTOR AUTOMOTRIZ, AUTOPARTES Y MANTENIMIENTO

La industria automotriz es un importante actor del progreso económico y social, dado que propicia el desarrollo de otras industrias y tiene un amplio horizonte de desarrollo en el mediano y largo plazo. A nivel mundial, la industria automotriz alcanza una facturación equivalente aproximadamente al 4% del PIB, con una tasa de crecimiento del 25% durante la última década. La industria automotriz constituye uno de los principales agentes de innovación y propulsa el progreso científico y técnico, con importantes montos de inversión en procesos de investigación, desarrollo y producción. Asimismo, promueve el desarrollo de sectores auxiliares al ser el segundo sector con mayor demanda de productos de otras industrias, incentivando actividades como la metalurgia, siderurgia, metalmecánica, minería, actividades petroleras y petroquímicas, manufactura, servicios de electricidad, robótica e informática, entre otras<sup>24</sup>. Finalmente, el sector automotriz es un importante generador de empleo, da testimonio del nivel de solvencia de la demanda y del nivel de vida de la población del país, entre otras<sup>25</sup>.

El sector automotor depende, en gran medida, de la evolución de la economía en su conjunto, al estar altamente relacionado con la liquidez existente, el acceso al crédito, las medidas de restricción comercial, entre otros factores económicos, y al ser intensiva en capital y mano de obra calificada. Por esta razón, los años 2015 y 2016 constituyeron periodos de retracción para el sector automotor, que se vio afectado por la desaceleración económica en el país, el menor nivel de consumo interno, y la aplicación de medidas arancelarias y restricciones comerciales como esfuerzos del gobierno por reducir el déficit comercial<sup>26</sup>. Los años 2017 y 2018 se consolidaron como años de recuperación para el sector, tras la eliminación de las restricciones al comercio, el fortalecimiento del consumo y la recuperación del sector productivo en general, que impulsó la venta de vehículos pesados para el traslado de productos. De la misma manera, el crecimiento de la economía, la expansión del crédito y el aumento del índice de confianza del consumidor promovieron el crecimiento del sector automotor<sup>27</sup>.

Para 2019, la tasa de crecimiento se redujo a 2,9% como consecuencia de la desaceleración en los niveles de consumo e inversión de bienes de consumo duraderos. El bajo dinamismo de la industria durante este año se debe a factores temporales tales como; los ajustes del sector automotor a los nuevos estándares de emisión, la acumulación de inventario y la pausa en el lanzamiento de nuevos productos tecnológicos<sup>25</sup>. Al cierre de 2019, la venta de vehículos en el país alcanzó las 132.208 unidades, que constituye una caída de 3,93% frente al cierre de 2018. Los stocks negativos en la industria automotriz obligaron a las compañías del

<sup>24</sup> Ministerio de Industrias y Productividad. (2013). *País Productivo*. No. 4. Recuperado desde <http://www.industrias.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2013/02/revista4.pdf>

<sup>25</sup> Asociación de Empresas Automotrices del Ecuador. (2019). *Anuario 2019*. <http://www.aeade.net/wp-content/uploads/2019/03/Anuario%202018.pdf>

<sup>26</sup> Revista Ekos. (2018, abril). *2017, Un buen año Para el Sector Automotor*. Recuperado desde <https://www.ekosnegocios.com/negocios/verArticuloContenido.aspx?idArt=10409>

<sup>27</sup> El Universo. (2018, septiembre). *El sector automotor de Ecuador continúa en crecimiento*. Recuperado desde <https://www.eluniverso.com/tendencias/2018/09/12/nota/6950303/sector-automotor-ecuador-continua-crecimiento>

sector a reducir los precios y, por lo tanto, su nivel de utilidad. Adicionalmente, en 2019 la participación de mercado de los automóviles ensamblados a nivel nacional fue la más baja en los últimos 18 años ya que alcanzó únicamente el 21,3%, producto de la eliminación de cupos para importación de autos que dio acceso a la entrada de vehículos internacionales más competitivos en términos de precio. Otro factor que amenaza a la actividad de ensamblaje nacional es el fortalecimiento de la industria automotriz china y colombiana, gracias al acuerdo comercial que firmaron con la Unión Europea. Por otro lado, los altos costos de mano de obra ecuatorianos ponen a la mercancía nacional en desventaja frente a otros productos internacionales que ingresan al país. Se prevé que para 2020 se ensamblarán 28.000 unidades, lo cual significa una reducción anual del 30% debido a la paralización completa de las plantas desde el mes de marzo en función de la emergencia sanitaria<sup>28</sup>.

VENTA DE VEHÍCULOS	UNIDADES	VARIACIÓN
2014	120.057	-
2015	81.309	-32,27%
2016	63.555	-21,84%
2017	105.077	65,33%
2018	137.615	30,97%
2019	132.208	-3,93%
ene-ago 2020	48.438	-45,28%
ene-ago 2019	88.523	-

**Tabla 10:** Evolución unidades de vehículos vendidos.

Fuente: AEADE<sup>29</sup>; Elaboración: Global Ratings

Dada la condición macroeconómica actual, las ventas en el año 2020 mantendrán la tendencia a la baja, lo cual obliga a las empresas del sector a adoptar comportamientos más conservadores<sup>30</sup>. Tras la llegada del COVID-19 al país, las ventas cayeron significativamente marcando el valor más bajo en el mes de abril, con un total de 761 de unidades vendidas, monto que implica un decrecimiento mensual de 78,7%<sup>31</sup>. A partir de mayo la tasa de variación mensual se tornó positiva, lo cual dio paso a que en agosto se totalicen 7.686 unidades vendidas, que representan un aumento de 1,57% con respecto a julio del mismo año. Sin embargo, las unidades de ventas siguen siendo inferiores a las que se registraron en 2019. Para agosto de 2020, se vendieron 4.071 unidades menos de las que se vendieron en agosto de 2019, lo que implica una reducción de 34,63%. Para el cierre de 2020, se espera una contracción de las ventas de más del 50% como resultado de los contratiempos generados por la pandemia y adicionalmente la implementación del impuesto a vehículos valorados en más de USD 20.000<sup>32</sup>.

No obstante, la pandemia también ha tenido un impacto positivo por el hecho de que modificó los canales de venta tradicionales y automatizó procesos. Las nuevas tendencias se basan en el uso de aplicaciones y plataformas móviles, la implementación de pagos y documentación electrónica que aceleran las transacciones, la disponibilidad de ciertos servicios 24/7, el repunte del comercio electrónico, la mejora en los canales de comunicación directa y por último las entregas y repartición a domicilio<sup>33</sup>.

VENTAS DE VEHÍCULOS MENSUALES	UNIDADES	VARIACIÓN ANUAL
ago-17	9.382	-
ago-18	11.736	25,09%
ago-19	11.757	0,18%
ago-20	7.686	-34,63%

**Tabla 11:** Vehículos vendidos en agosto 2017-2020.

Fuente: AEADE; Elaboración: Global Ratings

En cuanto al crédito privado otorgado para la venta de vehículos nuevos y usados entre los meses de enero a junio de 2020, se totalizó un monto de USD 1.313,8 millones que equivale al 11,3% del total nacional. Esta cifra constituye un decremento de USD 214,97 millones, es decir -14,06%, comparado con el valor concedido en 2019 durante el mismo periodo de tiempo. De enero a junio de 2019 el crédito colocado ascendió a USD 1.528,8 millones, con una participación del 11,8% sobre el crédito total nacional. Esta caída esta relacionada directamente con la reducción de ventas durante los primeros ocho meses de 2020.

<sup>28</sup> Ekos. (2019, noviembre). *El declive de la industria automotriz*. <https://www.ekosnegocios.com/articulo/el-declive-de-la-industria-automotriz>

<sup>29</sup> Asociación de Empresas Automotrices del Ecuador. (2017, abril). *Sector en Cifras*. [http://www.aeade.net/wp-content/uploads/2017/04/Sector-en-cifras\\_7-abril-2017-2.pdf](http://www.aeade.net/wp-content/uploads/2017/04/Sector-en-cifras_7-abril-2017-2.pdf)

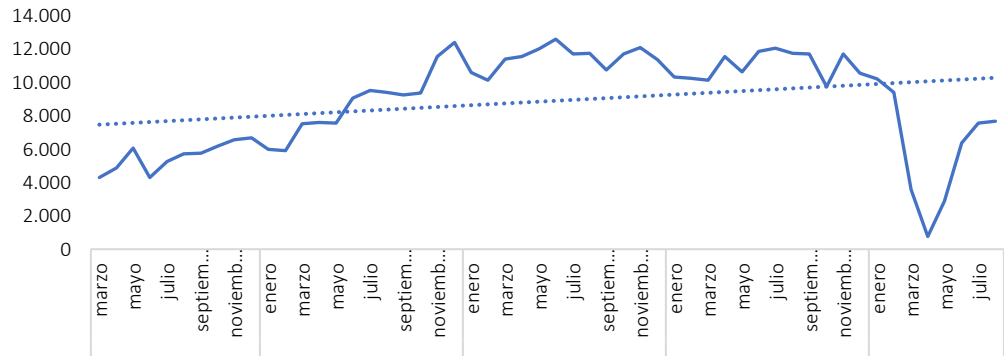
<sup>30</sup> Zumba, L. (2020, enero). *"El sector automotor enfrenta menos ventas y una baja rentabilidad"*. <https://www.expreso.ec/actualidad/economia/sector-automotor-enfrenta-bajas-ventas-menor-rentabilidad-2487.html>

<sup>31</sup> Asociación de Empresas Automotrices del Ecuador. (2020, septiembre). *Sector en Cifras*. <https://www.aeade.net/boletin-sector-automotor-en-cifras/>

<sup>32</sup> El Comercio (2020, marzo). *Sector automotor advierte impacto negativo en ventas por impuesto a vehículos de más de USD 20 000*. <https://www.elcomercio.com/actualidad/vehiculos-impacto-ventas-impuesto-medidas.html>

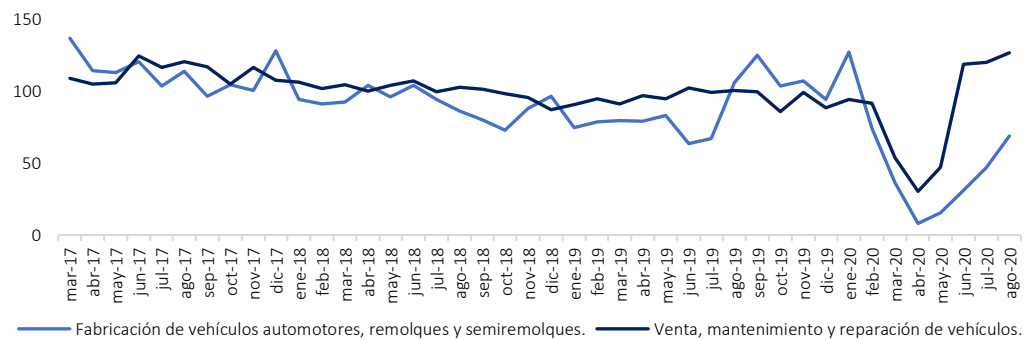
<sup>33</sup> Ekos (2020, octubre). *El Sector Automotriz, en Franca Transformación Digital*. <https://www.ekosnegocios.com/articulo/el-sector-automotriz-en-franca-transformacion-digital>

Dentro del mercado automotor regional las ventas también se contrajeron, para agosto de 2020 el total de ventas disminuyó en 27,8% comparado con agosto de 2019. Los países que presentaron una mayor reducción fueron Colombia y Chile con decrecimientos del 43,2% y 41,1%, respectivamente. A pesar de la crisis sanitaria, para el mes de agosto, Perú, Uruguay y Argentina reportaron un crecimiento anual en la venta de vehículos pesados en 37,6%, 28% y 14,8%, respectivamente. De la misma manera, durante los meses de junio a septiembre de 2020, las ventas de camiones en Ecuador crecieron con respecto al mismo periodo del año anterior, considerando que son herramientas de trabajo que aportan a la reactivación económica y que se relacionan con diversas industrias a nivel nacional.



**Gráfico 3:** Evolución mensual de ventas (unidades).  
**Fuente:** AEADE; **Elaboración:** Global Ratings

El **Índice de Nivel de Actividad Registrada (INA-R)** mide el desempeño económico-fiscal de los sectores productivos de la economía nacional, a través del tiempo<sup>34</sup>. El INA-R de la fabricación y comercialización de vehículos refleja una recuperación en la actividad entre 2016 y 2018, pero una desaceleración entre 2018 y 2019. Para diciembre de 2019, el INAR de la fabricación de vehículos fue de 93,96, con una disminución de 12,12% frente a noviembre de 2019 y de 2,43% frente a diciembre de 2018. Por su parte, el INAR de la venta, mantenimiento y reparación de vehículos alcanzó los 88,43 puntos en diciembre de 2019, con una caída mensual de 10,79% pero una ligera recuperación de 1,69% con respecto a diciembre de 2018. Estos indicadores se deterioraron sustancialmente para abril de 2020, cuando el INAR de la fabricación de vehículos cayó a 8,01 puntos y el de la comercialización de vehículos a 30,30 puntos. Para agosto de 2020 el indicador se recuperó a 68,76 puntos en el área de fabricación de vehículos, y a 126,57 en la venta, mantenimiento y reparación de vehículos. Aún así, los niveles permanecen 34,96% por debajo de los que se registraron en el mismo periodo de 2019.



**Gráfico 4:** INAR Fabricación vehículos automotores y venta, mantenimiento y reparación.  
**Fuente:** INEC; **Elaboración:** Global Ratings

Con respecto al mercado laboral, el sector automotriz es una fuente importante de puestos de trabajo. A diciembre 2018, la industria generó un total de 68.155 empleos, enfocados principalmente en la comercialización y reparación de vehículos y motocicletas. Para el cierre de 2019 las plazas de trabajo generadas por el sector automotriz aumentaron en 168%, a un total de 182.491. No obstante, la crisis derivada de la emergencia sanitaria repercutió de manera negativa sobre el empleo del sector, causando una reducción aproximada de 10% en las plazas de empleo<sup>35</sup>.

**GENERACIÓN DE EMPLEO POR ACTIVIDAD**

	2018	2019
Empresas dedicadas al mantenimiento de vehículos	22.857	110.552

<sup>34</sup> Instituto Nacional de Estadística y Censos. Índice de Nivel de Actividad Registrada. <http://www.ecuadorencifras.gob.ec/indice-de-nivel-de-la-actividad-registrada/>

<sup>35</sup> El Comercio. (2020, agosto). *Venta de autos se concentra en modelos de menos de USD 30.000*. <https://www.elcomercio.com/actualidad/venta-autos-ecuador-pandemia-covid19.html>

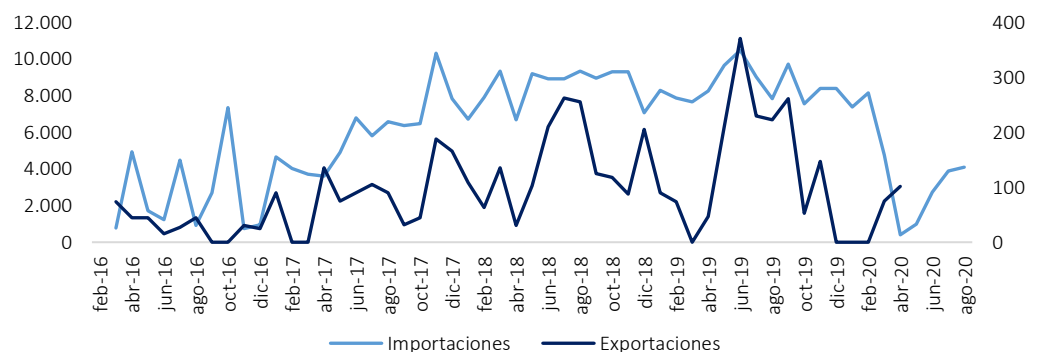
GENERACIÓN DE EMPLEO POR ACTIVIDAD		2018	2019
Empresas dedicadas a la venta de autopartes		22.116	32.531
Empresas dedicadas a la venta de vehículos		15.610	16.662
Empresas dedicadas a la venta y mantenimiento de motocicletas		2.631	11.373
Empresas fabricantes de vehículos carrocerías, remolques y semirremolques		3.632	8.728
Empresas fabricantes de autopartes		1.309	2.645
<b>Total</b>		<b>68.155</b>	<b>182.491</b>

**Tabla 12:** Puestos de trabajo sector automotriz

Fuente: AEADE; Elaboración: Global Ratings

El **Índice de Puestos de Trabajo** correspondiente a la venta de vehículos automotores para agosto de 2020 se ubicó en 116,85 puntos, con un aumento de 0,75% frente julio de 2020 pero una caída de 2,42% con respecto a agosto de 2019. Esto muestra que en el último año el sector redujo la cantidad de personas que emplea, en función de las condiciones de actividad y eficiencia. El **Índice de Horas Trabajadas** en la venta de vehículos automotores registró un valor de 102,93 puntos para agosto de 2020, cifra que representa un alza anual de 6,12% y un decrecimiento mensual de 5,09%. Finalmente, el **Índice de Remuneraciones** del personal ocupado en la industria obtuvo 120,4 puntos para agosto de 2020, cifra que representa un aumento de 5,69% con respecto a agosto de 2019 y de 9,45% frente a julio de 2020, lo cual resalta una mejora en las condiciones laborales a partir de abril de 2020.

Por su parte, las importaciones de vehículos mantuvieron una tendencia al alza a partir de 2017, en función de la eliminación de los cupos para la importación mencionada anteriormente. Hasta 2015, la producción nacional de vehículos superaba al volumen de unidades importadas, pero desde 2016 esta tendencia se invirtió, y las unidades importadas dominaron el mercado<sup>36</sup>. En 2019, el gobierno eliminó los aranceles para la importación de CKDs y vehículos eléctricos. Durante dicho año, las importaciones de vehículos totalizaron 102.938 unidades, cifra que representa un crecimiento de 1,5% con respecto a las importaciones totales de 2018. En cuanto a las exportaciones, estas se vieron deterioradas durante los últimos 10 años como consecuencia de la caída en la producción de las ensambladoras nacionales<sup>36</sup>.



**Gráfico 5:** Evolución de importaciones (eje izq.) vs. Exportaciones (eje der.)

Fuente: AEADE; Elaboración: Global Ratings

A finales de 2019 e inicios de 2020 las exportaciones mantuvieron una tendencia creciente, no obstante, la llegada de la pandemia cambió el rumbo del crecimiento comercial. De enero a agosto de 2020 se totalizó 637 unidades exportadas, que significa un decrecimiento de 14,61% con respecto al mismo periodo de 2019. Por su parte las importaciones, entre enero y agosto de 2020 sumaron 32.293 unidades, que equivale a un decremento anual de 53,15%<sup>31</sup>.

En cuanto a la venta de automotores por marcas, al cierre de agosto de 2020, los vehículos livianos más vendidos fueron Kia, que obtuvo una participación aproximada del 21% y sobrepasó a Chevrolet, que solía ser el agente más representativo en la industria de vehículos de esta rama. La estrategia de Kia Ecuador está basada en la intensificación de la inversión, que en los últimos tres años ha sumado USD 100 millones en infraestructura e inventario y USD 20 millones en tres proyectos para el año 2020. Otras de las empresas que han inyectado liquidez para reactivar su actividad económica son Neohyundai, que invirtió USD 7 millones en una nueva planta de ensamblaje, y Nissan, que anunció la inversión de USD 130 millones para renovar la oferta de vehículos *Pick Up*<sup>37</sup>. En lo que corresponde a vehículos comerciales, la marca más vendida fue Hino

<sup>36</sup> Primicias. (2019). En una década la producción de vehículos en Ecuador cayó 77%. <https://www.primicias.ec/noticias/economia/produccion-vehiculos-ecuador-ensambladoras-importaciones/>

<sup>37</sup> EL UNIVERSO (2020, SEPTIEMBRE). CAÍDA DE PRODUCCIÓN Y VENTAS NO DETIENEN LOS NUEVOS LANZAMIENTOS DE LA INDUSTRIA AUTOMOTRIZ LOCAL. [HTTPS://WWW.ELUNIVERSO.COM/NOTICIAS/2020/09/12/NOTA/7974526/INVERSION-ENSAMBLADORAS-NUEVOS-VEHICULOS-ECUADOR-CINAE-KIA](https://www.eluniverso.com/noticias/2020/09/12/nota/7974526/inversion-ensambladoras-nuevos-vehiculos-ecuador-cinae-kia)

con una participación de mercado aproximadamente del 19%, seguida por Chevrolet, que alcanzó una participación de mercado a nivel nacional del 14%.

VEHÍCULOS LIVIANOS		VEHÍCULOS COMERCIALES	
MARCA	PARTICIPACIÓN	MARCA	PARTICIPACIÓN
Chevrolet	19%	Hino	19%
Kia	21%	Chevrolet	14%
Toyota	7%	Shineray	5%
Hyundai	7%	JAC	9%
Great Wall	7%	Foton	6%
Nissan	4%	Hyundai	9%
Renault	4%	DFSK	5%
JAC	5%	Mack	5%
Mazda	3%	JMC	4%
Otras	23%	Otras	24%
Total	100%	Total	100%

**Gráfico 6:** Participación de ventas por marca vehículos livianos y comerciales, agosto 2020.

**Fuente:** AEADE; **Elaboración:** Global Ratings

Los desafíos para la industria automotriz en el país en los próximos años se enfocan en el impulso a la integración económica global del Ecuador orientada a la creación de nuevos acuerdos comerciales y el fortalecimiento de los vigentes, en un panorama de desaceleración económica y una guerra comercial entre EEUU y China<sup>25</sup>. Ya se han mejorado las relaciones internacionales con la Unión Europea, lo cual ha impulsado la competencia dentro del país y, según el cronograma de desgravación elaborada por la AEADE, el arancel base pasó de ser el 40% en 2017 al 25% en 2020. La intención es reducir la base devengada paulatinamente para que en el año 2024 el arancel llegue a ser aproximadamente cero<sup>38</sup>.

La producción automotriz tiene oportunidades de crecimiento, sin embargo, presenta varias barreras de entrada que limitan la integración de nuevos participantes con vehículos personalizados y diferenciados. En primer lugar, porque es una actividad intensiva en capital y energía, por lo cual usualmente se utilizan técnicas de producción basadas en el volumen. Asimismo, existen altos costos hundidos relacionados con el cierre de unidades de negocio específicas, así como de compañías automotrices en general.

Con lo antes expuesto se da cumplimiento a lo establecido en el Numeral 1, Artículo 11, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, es opinión de Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. que el sector ha presentado comportamientos estables durante los últimos años, tendencia que se espera se sostenga durante 2020.

## PERFIL INTERNO

### GOBIERNO Y ADMINISTRACIÓN

El objetivo del presente informe es entregar la calificación de la Cuarta Emisión de Obligaciones CEPSA S.A. como empresa dedicada a la importación, exportación, distribuciones y en general de la comercialización de vehículos automotrices livianos y pesados, sus repuestos y accesorios, tales como llantas, baterías, herramientas y aceites, lubricantes, aditivos y líquido de frenos; a través de un análisis detallado tanto cuantitativo como cualitativo de la solvencia, procesos y calidad de cada uno de los elementos que forman parte del entorno, de la compañía en sí misma y del instrumento analizado.

<sup>38</sup> El Universo (2020, enero). *Precios de carros europeos se han reducido un 12%, según Asociación de Empresas Automotrices del Ecuador.*  
<https://www.eluniverso.com/noticias/2020/01/03/nota/7674663/precios-carros-europeos-se-han-reducido-12-2016-segun-asociacion>





**Gráfico 7:** Historia de la compañía  
**Fuente:** CEPSA S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

El objeto social de la compañía consiste en la importación, exportación, obtención de representaciones, comisiones, agencias, distribuciones y en general la comercialización de: (a) productos derivados del petróleo, (b) equipos para la industria petrolera en general, (c) vehículos automotrices livianos y pesados, así como sus repuestos y accesorios, (d) equipos para estaciones de servicios, (e) grasas, aceites, lubricantes, aditivos, líquido de frenos, entre otros. Asimismo, parte de su objeto social consiste en la producción, mezcla y envase de lubricantes, inclusive aceites, grasas y aditivos; la producción y manufactura de llantas, baterías y accesorios para vehículos, entre otras actividades detalladas en los estatutos.

La misión de la compañía consiste en: “proveer productos de calidad al Ecuador, que satisfacen las expectativas de nuestros clientes, de los cuales se destacan: Lubricantes, Llantas y Vehículos. Lo hacemos con ética, excelencia y trabajo en equipo. Nuestra compañía provee a sus empleados de un ambiente de trabajo en que puedan realizarse, un excelente servicio para nuestros clientes, valor aumentado para nuestros accionistas y un espíritu de responsabilidad compartida con nuestra comunidad”. Mientras que la visión consiste en: “buscar ser una empresa en continuo desarrollo flexible a los cambios, con trabajo en equipo, comunicación efectiva, alta rentabilidad y permanente preocupación en lograr la satisfacción laboral de su personal. Manteniendo una cultura de ventas y la filosofía de que el cliente es lo primero”.

La compañía desde sus inicios mantuvo un crecimiento constante, de manera que realizó diversas reformas a sus estatutos e incrementó su capital social varias veces mediante escritura pública. A la fecha del presente informe, CEPSA S.A. cotiza sus acciones en Bolsa por lo que cuenta con 166 diferentes accionistas y mantiene un capital social de USD 343.324 de valor nominal de USD 1,00 cada una según el siguiente detalle:

CEPSA S.A.	NACIONALIDAD	CAPITAL (USD)	PARTICIPACIÓN
Holding Lefiz S.A.	Ecuatoriana	295.522	86,08%
Chiriboga Dávalos Hernando	Ecuatoriana	16.931	4,93%
Kemcepsa S.A.	Ecuatoriana	3.437	1,00%
163 accionistas con participaciones menores al 1%.	Varios	27.434	7,99%
<b>Total</b>	-	<b>343.324</b>	<b>100,00%</b>

**Tabla 13:** Estructura societaria hasta la persona natural.  
**Fuente:** SCVS; **Elaboración:** GlobalRatings

Alrededor del 92% del capital social de CEPSA S.A. se concentra en los accionistas Holding Lefiz S.A., Kemcepsa S.A. y en Hernando Chiriboga Dávalos. De esta manera, se procede a analizar la composición de la estructura societaria hasta la persona natural en los casos de accionistas que son personas jurídicas. Holding Lefiz S.A. mantiene la siguiente estructura:

HOLDING LEFIZ S.A.	NACIONALIDAD	CAPITAL (USD)	PARTICIPACIÓN
Dávalos Espinosa Isabel	Ecuatoriana	806	32,24%
Espinosa Córdova Rosario Guadalupe	Ecuatoriana	547	21,88%
Dávalos Espinosa Ana María	Ecuatoriana	341	13,64%
Dávalos Chiriboga Luis Alfonso	Ecuatoriana	202	8,08%
Dávalos Chiriboga María Joaquina	Ecuatoriana	202	8,08%
Dávalos Chiriboga Juan Xavier	Ecuatoriana	201	8,04%
Dávalos Chiriboga Santiago	Ecuatoriana	201	8,04%
<b>Total</b>	<b>-</b>	<b>2.500</b>	<b>100,00%</b>

**Tabla 14:** Estructura societaria hasta la persona natural.  
**Fuente:** SCVS; **Elaboración:** GlobalRatings

Por otro lado, Kemcepsa S.A. cuenta con dos accionistas principales:

KEMCEPSA S.A.	NACIONALIDAD	CAPITAL (USD)	PARTICIPACIÓN
Cepsa S.A.	Ecuatoriana	799	99,88%
Ladan C.A.	Ecuatoriana	1	0,13%
<b>Total</b>	<b>-</b>	<b>800</b>	<b>100,00%</b>

**Tabla 15:** Estructura societaria hasta la persona natural.  
**Fuente:** SCVS; **Elaboración:** GlobalRatings

Y por último, Ladan C.A. cuenta con la siguiente distribución accionarial:

LADAN C.A.	NACIONALIDAD	CAPITAL (USD)	PARTICIPACIÓN
Espinosa Córdova Rosario Guadalupe	Ecuatoriana	797	99,63%
Dávalos Espinosa Luis Francisco	Ecuatoriana	1	0,13%
Dávalos Espinosa Isabel	Ecuatoriana	1	0,13%
Dávalos Espinosa Ana María	Ecuatoriana	1	0,13%
<b>Total</b>	<b>-</b>	<b>800</b>	<b>100,00%</b>

**Tabla 16:** Estructura societaria hasta la persona natural.  
**Fuente:** SCVS; **Elaboración:** GlobalRatings

En lo que respecta al compromiso de los accionistas, es opinión de Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. que éstos están comprometidos con la empresa debido a que los principales accionistas son quienes llevan la administración de la compañía, por lo que es posible colegir que éstos tienen como principal ocupación su labor en la empresa, lo que evidentemente acentúa su compromiso.

En cuanto a la referencia de empresas vinculadas, según lo establecido en el Numeral 3, Artículo 2, Sección I, Capítulo I, Título XVIII del Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y Seguros expedidas por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera se detalla las compañías que presentan vinculación representativa en otras compañías, ya sea por accionariado o por administración. Las personas naturales que en definitiva conforman la compañía se muestran con amplia trayectoria empresarial, evidenciada a través de las numerosas compañías que administran y/o son dueñas.

COMPAÑÍAS RELACIONADAS	VINCULADO	TIPO DE VINCULACIÓN	SITUACIÓN LEGAL
Inmobiliaria Doña Cata S.A.	Espinosa Córdova Rosario Guadalupe; Dávalos Espinosa Isabel	Administración	Activa
Cabezahueca Producciones Cía. Ltda.	Dávalos Espinosa Isabel	Administración	Activa
Ladan C.A.	Espinosa Córdova Rosario Guadalupe; Dávalos Espinosa Isabel	Administración	Activa
Inmobiliaria San Germán S.A.	Dávalos Espinosa Luis Francisco; Espinosa Córdova Rosario Guadalupe	Accionariado y administración	Disolución
Perfiles de Competencia Perfibuilding S.A.	Dávalos Espinosa Ana María	Accionariado y administración	Disolución
Industria Exportadora Alimenticia Dávalos, Chiriboga & Velasco Vallejo Inexdavela Cía. Ltda.	Dávalos Chiriboga María Joaquina	Accionariado	Liquidación
Servidata S.A.	Dávalos Espinosa Luis Francisco; Dávalos Espinosa Isabel	Accionariado y administración	Liquidación
Lubricantes del Pacífico Lubripac S.A.	Dávalos Espinosa Isabel	Administración	Activa
Buen Trip S.A. Guentrip	Dávalos Espinosa Isabel	Accionariado	Activa
Kemcepsa S.A.	Dávalos Espinosa Isabel	Administración y accionariado	Activa
Representaciones Psiqueros Cía. Ltda.	Dávalos Espinosa Isabel	Administración	Activa
Inmobiliaria Cachafas S.A.	Dávalos Espinosa Ana María	Administración	Activa

COMPAÑÍAS RELACIONADAS	VINCULADO	TIPO DE VINCULACIÓN	SITUACIÓN LEGAL
Corporación Zafiro S.A. Zafirocorp.	Dávalos Espinosa Ana María	Administración	Activa
Inducepsa S.A.	Dávalos Espinosa Isabel	Administración	Activa

**Tabla 17:** Compañías relacionadas por administración y/o accionariado  
**Fuente:** SCVS; **Elaboración:** GlobalRatings

De acuerdo con los estatutos, la compañía cuenta con los siguientes organismos dentro de la compañía: la Junta General de Accionistas, Directorio, Presidente, Gerente y Comisarios. La empresa está gobernada por la Junta General de Accionistas que es el órgano supremo de la compañía. Por su parte, la administración está a cargo de la Gerencia General, así como los apoderados en la forma prevista en los estatutos.

CEPSA S.A. cuenta con un Directorio estatutario desde el inicio de sus operaciones. De acuerdo con los estatutos, el Directorio de la compañía está compuesto por: Presidente, tres Directores que servirán de Vocales y el Gerente que actuará como Secretario. Adicionalmente, el Directorio contará con cinco miembros suplentes.

MIEMBROS DEL DIRECTORIO	CARGO
Rosario Espinosa Córdova	Director Principal
Ricardo Espinosa Proaño	Director Principal
Francisco Pérez Gangotena	Director Principal
Felipe Chediak Bueno	Director Principal
Isabel Dávalos Espinosa	Director Suplente
Ana María Dávalos Espinosa	Director Suplente
Andrés Bueno Villacorta	Director Suplente
Jaime Zaldumbide Serrano	Director Suplente

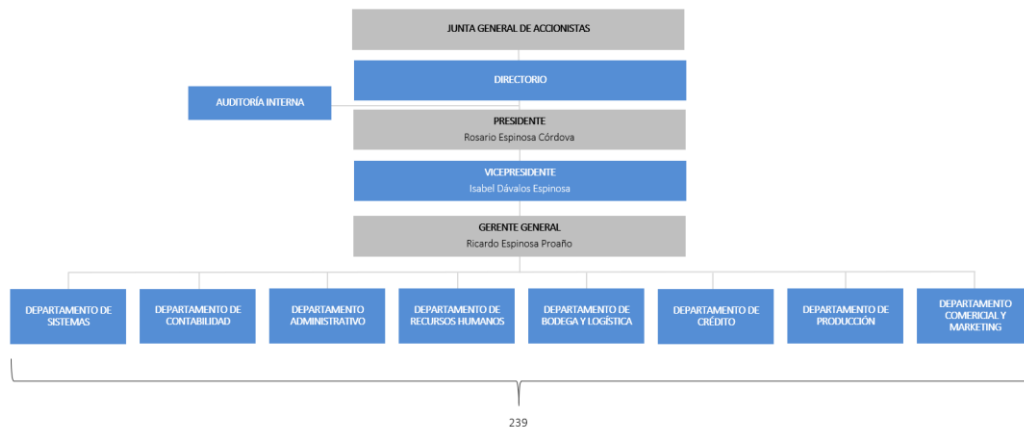
**Tabla 18:** Miembros del Directorio  
**Fuente:** CEPESA S.A.; **Elaboración:** Global Ratings

CEPSA S.A. dispone de un auditor interno que reporta a Gerencia General y al Directorio, éste cuenta con las siguientes funciones:

- Visita a clientes a nivel nacional (Cepsa y Compañías del Grupo)
- Toma de inventarios a nivel nacional
- Revisión y seguimiento línea Volkswagen
- Revisión de inventarios de línea Tire House
- Elaboración de procesos de control de acuerdo con los hallazgos y/o observaciones encontrados en las auditorías
- Soporte al departamento de crédito
- Elaboración y seguimiento de reclamos al seguro por robo de dinero
- Soporte al área de cajas

CEPSA S.A. cuenta con un código de buen Gobierno Corporativo donde se establecen los deberes y funciones de las diferentes autoridades y directores de la compañía. El código describe acerca de sus órganos de administración, órganos de gestión, órgano de gobierno, órganos de control externo, entre otros. Además, se explican las normas y disposiciones de ética y conducta y los mecanismos apropiados para cada grupo de interés.

A la fecha del presente informe, CEPESA S.A. cuentan con 239 colaboradores, de los cuales alrededor del 86% corresponden al área administrativa y el 14% restante a obreros. La compañía considera que sus colaboradores mantienen un rendimiento más que satisfactorio en la totalidad de los casos y demuestran la capacidad y competencias necesarias para desarrollar cada una de las funciones asignadas a su cargo. Cabe mencionar que la compañía cuenta con un total de 8 empleados con capacidades especiales y no cuentan con sindicatos, comités de empresas ni conflictos laborales.

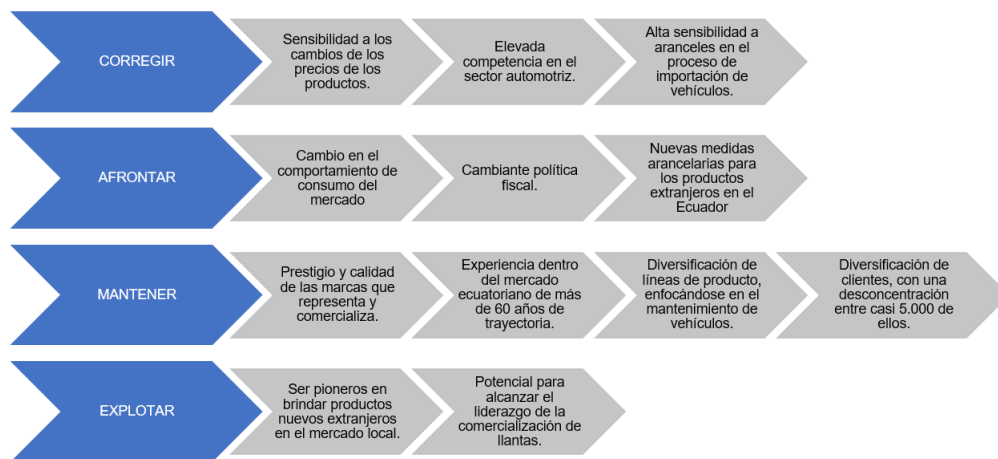


**Gráfico 8:** Organigrama

Fuente: CEPSA S.A.; Elaboración: GlobalRatings

Con la finalidad de mantener un adecuado manejo de su información la compañía dispone de diversos sistemas de información entre los que destacan: Sistema de Gestión Empresarial SGE (de propiedad CEPSA), base de datos Oracle 11 g r2, entre otros.

Con todo lo expuesto anteriormente, GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. sustenta que se da cumplimiento a la norma estipulada en los Literales e y f, Numeral 1, Artículo 10 y en los Numerales 3 y 4, Artículo 11, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera respecto del comportamiento de los órganos administrativos. Es opinión de GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. que la compañía mantiene una adecuada estructura administrativa y gerencial, que se desarrolla a través de adecuados sistemas de administración y planificación que se han afirmado en el tiempo.



**Gráfico 9:** Planificación estratégica

Fuente: CEPSA S.A.; Elaboración: GlobalRatings

CEPSA S.A. realiza programas de Responsabilidad Social a través de la Fundación Luis A. Dávalos (FLAD) que ofrece becas y financiamiento para estudios de postgrado para brindar nuevas oportunidades a diferentes estudiantes ecuatoriano. A través de esta fundación también realiza diferentes iniciativas como: programas de promoción de eficiencia energética, programas de reciclajes de llantas, técnicas de ahorro y consumo del agua, entre otros.

La empresa cuenta también con un Código de Conducta, el cual contiene guías que permiten a los colaboradores tomar decisiones correctas basadas en los valores éticos de CEPSA S.A. La compañía enfoca sus objetivos de negocios en criterios de desarrollo sostenible, con equilibrio entre bienestar social, prosperidad económica y medioambiente, pensando en el bienestar de las generaciones presentes y las

futuras. Además, fomentan procesos de trabajo que buscan cuidar el medioambiente, mediante prácticas de ahorro de energía, agua, uso de energía alternativas y ecológicas, reciclaje, producción con bajo impacto ambiental.

Los valores corporativos que forman la identidad de la compañía son:

- **Honestidad:** CEPSA S.A. se enfoca en reflejar la honestidad de sus colaboradores y accionistas en todas sus acciones, cumpliendo siempre con sus obligaciones frente al Gobierno y la comunidad.
- **Calidad:** en todos los aspectos de la organización los ejecutivos y colaboradores deben actuar realizando sus labores de manera profesional y cumpliendo con sus metas y sus obligaciones de manera responsable.
- **Compromiso:** los ejecutivos y colaboradores deben cumplir sus obligaciones frente a la empresa motivados por la responsabilidad y no por el control que se puede ejercer.

A la compañía le han sido otorgados los siguientes premios:

- En 1985 **Silver Galon Castrol:** como El Mejor Distribuidor América Latina.
- En el 2007 **Premio Castrol:** Mejor Reestructuración Empresa.
- En el 2009 **Biss Award International:** Mejor empresa automotriz de Ecuador.
- En el 2010 **Premio Castrol:** Mejores Prácticas HSSE Salud y Medio Ambiente.
- En el 2012 **Ambassador Club Castrol:** Mejores distribuidores a nivel mundial.
- En el 2013 **Ekos de Oro:** como La Empresa Más Eficiente del Sector Lubricantes y Combustibles del Ecuador.

Actualmente, la empresa ha presentado certificados de cumplimiento de obligaciones con el Sistema de Seguridad Social, con el Servicio de Rentas Internas y un certificado de la compañía evidenciando que la compañía se encuentra al día con las instituciones financieras, no registra demandas judiciales por deudas y no registra cartera castigada. Cabe mencionar que a la fecha la compañía mantiene un juicio de índole laboral interpuesta por un excolaborador quien impugna el visto bueno que autorizó la compañía al terminar la relación laboral. En primera instancia, el juez rechazó la demanda interpuesta y la Corte Provincial de Pichincha ratifica en todas sus partes la sentencia de primera instancia. La demanda fue por un monto de alrededor de los USD 120 mil que se considera es la indemnización por despido intempestivo, por lo que el monto no es significativo para afectar los flujos de la compañía en caso de que se dictamine una sentencia en contra y se tenga que pagar dicho monto, evidenciando que bajo un orden de prelación la compañía no tiene compromisos pendientes que podrían afectar los pagos del instrumento en caso de quiebra o liquidación, dando cumplimiento al Literal c, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

## NEGOCIO

La actividad principal de CEPSA S.A. consiste en dedicarse a la importación, exportación, distribuciones y en general de la comercialización de vehículos automotrices livianos y pesados, sus repuestos y accesorios, tales como llantas, baterías, herramientas y aceites, lubricantes, aditivos y líquido de frenos.

Puntualmente la compañía cuenta con cuatro líneas de productos principales que son:

**Lubricantes**

- Lubricantes para vehículos y área industrial. Dentro de la comercialización y producción de lubricantes, CEPSA S.A. es distribuidor exclusivo de la marca Castrol y también comercializa filtros de la marca Franig.
- Castrol es una marca caracterizada por su constante innovación tecnológica para ofrecer productos que cumplen con rigurosos controles de calidad, satisfaciendo a todos los segmentos del mercado automotriz.

**Neumáticos**

- Neumáticos para buses, camiones, automóviles, maquinaria pesada y equipo agrícola. El mercado de llantas se divide en tres segmentos grandes en donde la compañía está presente con diversas marcas en cada uno de ellos.
- Por ejemplo, para vehículos pesados CEPSA S.A. es representante exclusivo de las marcas Yokohama, Annaite, Apollo y Koryo. Para vehículos livianos comercializa las marcas Yokohama, Roadstone, Saferich, Hilo y Momo. Asimismo, para vehículos del sector agrícola y de construcción comercializa la marca BKT.

**Vehículos**

- En la línea de vehículos, CEPSA S.A. es concesionario de vehículos Volkswagen, marca que ha sido reconocida el mayor fabricante de vehículos en Europa y entre las tres primeras de todo el mundo. La compañía brinda también servicios post venta en 2 centros especializados ubicados en la ciudad de Quito.

**Equipos de tecnicentros automotrices**

- La línea de equipos de tecnicentros automotrices consiste en equipos como elevadores, equipos de elevación, equipos de alineación y balanceo para el uso de centros de reparación y mantenimiento de vehículos.

La compañía invierte anualmente en la renovación de su flota de vehículos. CEPSA S.A. tiene presencia en el mercado ecuatoriano por más de 60 años, adaptándose a cambios del mercado y ha incursionado en varias líneas de comercialización con relación al sector automotriz.

La compañía cuenta con infraestructura propia de producción y mezcla, así como bodegas de almacenaje y un laboratorio propio de pruebas de calidad. CEPSA S.A. comercializa sus productos a través de 3.500 puntos de venta a lo largo de todo el Ecuador. La compañía cuenta con locales propios "Tirehouse" que se encuentran en las 3 ciudades más grandes del país. Adicionalmente, brinda asesoría a sus clientes en cuanto al uso apropiado y mantenimiento adecuado para que sus clientes obtengan el mayor beneficio de sus productos.

En cuanto a las estrategias, la compañía ha implementado su plan estratégico desde el año 2015 obteniendo muy buenos resultados que se evidencian en el crecimiento de ventas visto año tras año. Estas estrategias se resumen en:

- Comercialización directa de su línea de lubricantes en la zona de Santo Domingo y Esmeraldas, evitando el uso de intermediarios para mejorar su margen de ganancia.
- Negociación con Castrol de la elaboración a nivel nacional de los productos lubricantes semisintéticos con el uso de materia prima importada de Estados Unidos.
- Incorporación de nueva marca (BKT Tires de origen hindú) a la línea de neumáticos de la maquinaria agrícola y de construcción.
- Apertura de tecnicentros para captar mayor mercado en la venta de neumáticos y lubricantes a nivel nacional.
- Lanzamiento de un nuevo producto de lubricantes para vehículos a Diesel.

A raíz de la emergencia sanitaria que se atraviesa a nivel mundial ocasionada por el COVID-19, CEPSA S.A. ha realizado modificaciones en su estrategia durante el año 2020 para hacer frente a la demanda actual, considerando que el consumo se modificó y la demanda de productos se altera. Como consecuencia, CEPSA S.A. planea enfocarse en mayor medida en las líneas de mantenimiento del parque vehicular del Ecuador,

considerando que existen más de 2 millones de vehículos circulando a nivel nacional. De esta manera se modifica el mix de productos que comercializan, enfocándose en la necesidad actual y se modifican también los canales de comunicación con sus clientes al requerirse ahora un sistema mayormente digital. De igual forma se están realizando reestructuraciones operativas internamente para reducir gastos y ser más eficientes en el proceso.

### POLÍTICAS PRINCIPALES

Con el objetivo de reducir el riesgo de pérdidas ocasionadas internamente por riesgos operacionales, CEPSA S.A. cuenta con diversas políticas para hacer frente a dichos riesgos. Las principales políticas establecidas son:

#### Política de liquidez

CEPSA S.A. no realiza inversiones en instrumentos financieros ya que el spread entre la tasa activa y la tasa pasiva es amplio, por lo que la compañía maneja una política de liquidez significativa y los excesos de liquidez se usan para disminuir deuda de corto plazo.

#### Política de financiamiento

La compañía cuenta con una estrategia de financiamiento que se basa en una combinación entre mercado de capitales y mercado bancario. El financiamiento bancario se realiza a través de las más sólidas instituciones financieras del Ecuador que ofrecen buenas condiciones en plazo e interés por el prestigio de la compañía y su larga trayectoria en el mercado. La estrategia del financiamiento de mercado de capitales se basa en emisiones de obligaciones cada dos a tres años con plazos de entre tres y cinco años.

#### Política de cuentas por cobrar

La compañía ofrece plazos de crédito a sus clientes en periodos de entre 30 y 150 días. Puntualmente, para cada línea de producto cuenta con diferentes plazos:

- **Línea de lubricantes:** ofrece crédito a sus clientes entre 30 y 120 días plazo.
- **Línea de llantas:** ofrece crédito a sus clientes entre 30 y 150 días plazo.
- **Línea de vehículos:** para los clientes sin respaldo crediticio pagan al contado, el resto de clientes cuenta con financiamiento bancario desde 1 a 60 meses.
- **Línea de talleres:** ofrece crédito solamente a través de tarjetas de crédito.

#### Política de cuentas por pagar

Dentro de sus políticas de pago se enlistan una serie de requisitos con el fin de controlar que el retorno del capital de la empresa se cumpla en tiempos pactados y de mantener un flujo adecuado permitiendo a la empresa manejarse de manera solvente, mediante plazos y formas de pago, cobranza en diferentes tipos de modalidades de pagos. Se cuentan con varias modalidades de pago que van desde pagos de contado hasta el crédito de 120 días, tanto en proveedores de exterior como locales.

#### Política operacional

Para mitigar el riesgo operacional, el Emisor cuenta con pólizas de seguros de diversa índole que ofrecen cobertura sobre cualquier situación de riesgo operacional que se presente en el proceso de producción de la compañía. Cuenta con pólizas con Compañía de Seguros Equinoccial S.A., según el siguiente detalle:

ACTIVO ASEGURADO	COBERTURA	VALOR ASEGURADO
Edificios e instalaciones	Incendio	8.093.948
Mercaderías propias y vehículos para la venta	Incendio	11.057.741
Maquinaria	Lucro cesante y rotura de maquinaria	11.000.000
Activos fijos e inventarios	Robo y/o asalto	150.000
Maquinaria y equipos	Equipo electrónico	164.000
Dinero y valores	Transporte, permanencia, movilización	540.000
Predios, labores y operaciones	Responsabilidad civil	1.500.000

ACTIVO ASEGURADO	COBERTURA	VALOR ASEGURADO
Mercadería	Transporte interno	38.130.000
Vehículos	Vehículos	2.985.832

**Tabla 19:** Pólizas de seguros vigentes;  
**Fuente:** CEPSA S.A.; **Elaboración:** Global Ratings

## CLIENTES

CEPSA S.A. busca atender a sus clientes dentro de sus parámetros financieros que le permitan adquirir sus productos con facilidad, sin afectar su flujo de liquidez ni generar un endeudamiento innecesario, minimizando así el riesgo mutuo; de esta manera se enfocan en la creación de relaciones a largo plazo. Todo esto en base a un análisis de asignación de cupo y niveles de aprobación definiendo los tipos de riesgos. Para agosto de 2020, la compañía no presenta concentración de clientes al contar con ventas diversificadas tanto a personas naturales como jurídicas, según el siguiente detalle:

PRINCIPALES CLIENTES	PARTICIPACIÓN
Chica Carmona Carlos Fernando	2,18%
Puebla Chavez Asociados Cia. Ltda.	1,70%
Afaj S.A.	0,66%
John'S Import Company S.A. Lubricantes Y Filtros	0,63%
Corporacion Favorita C.A.	0,57%
Matute Barzola Helen Margarita	0,49%
Autopartes Y Autogruas Fcn S.A.	0,47%
Anemasa S.A.	0,47%
Jarvani S.A.	0,46%
Segura Marino Carlos Eduardo	0,43%
Distribuidora De Productos Automotrices Disproauto Cia. Ltda.	0,42%
Lopatruks S.A.	0,40%
Varios con participaciones menores	91,12%
<b>Total</b>	<b>100,00%</b>

**Tabla 20:** Principales clientes (%);  
**Fuente:** CEPSA S.A.; **Elaboración:** Global Ratings

## CADENA DE SUMINISTROS

La compañía mantiene tres tipos de proveedores: nacionales, extranjeros y relacionados, sumando una participación del 42% en los tres principales proveedores.

PRINCIPALES PROVEEDORES	PARTICIPACIÓN
Importaciones Ventura Imponentura C.A.	20,79%
Swissoil del Ecuador S.A. Swissoil	15,42%
Castrol Caribbean & Central America Inc.	5,90%
Qingdao Awesome International Trade Co. Ltd.	3,61%
Lubricantes Andinos Lubrian S.A.	2,78%
Hidromecánica Andina Cía. Ltda.	2,59%
Posco International Corporation	2,32%
Kemcepsa S.A.	1,94%
The Yokohama Rubber Co. Ltd.	1,52%
Balkrishna Industries Limited	1,44%
Varios con participaciones menores	42%
<b>Total</b>	<b>100,00%</b>

**Tabla 21:** Principales proveedores (%).  
**Fuente:** CEPSA S.A.; **Elaboración:** Global Ratings

## POSICIÓN COMPETITIVA

La compañía cuenta con varias líneas de productos para el sector automotriz, tanto en venta de vehículos nuevos como en productos y servicios de mantenimiento para el parque automotor ecuatoriano. Por esta razón, la compañía mantiene segmentada su participación de mercado por cada línea de producto. Para la línea de lubricantes, CEPSA S.A. fabrica y comercializa los productos de marca Castrol, que tienen una participación de mercado del 10%.



MARCAS DE LUBRICANTES	PARTICIPACIÓN DE MERCADO
Kendall	20%
Amalie	15%
Valvoline	10%
Castrol	10%
Otros	45%
<b>Total</b>	<b>100,00%</b>

**Tabla 22:** Participación de mercado línea de lubricantes.

**Fuente:** CEPSA S.A.; **Elaboración:** Global Ratings

La compañía determina que las marcas Toyota y Nissan son los principales competidores de la marca Volkswagen que comercializa CEPSA S.A. de acuerdo con sus características propias del producto y del segmento de clientes al que se dirige.

MARCAS DE VEHÍCULOS	PARTICIPACIÓN DE MERCADO
Toyota	7%
Nissan	4%
Volkswagen	3%

**Tabla 23:** Participación de mercado línea de vehículos.

**Fuente:** CEPSA S.A.; **Elaboración:** Global Ratings

Para la línea de neumáticos, CEPSA S.A. comercializa una amplia variedad de marcas diferentes en el mercado nacional, siendo sus principales marcas Yokohama, Annaite, Apollo, Momo, Koryo, Roadstone, Saferich, Hilo y BKT. Todas estas marcas se enfocan en diversos segmentos de mercado y tipos de usos diferentes, por lo que no se puede determinar una participación de mercado específica para la compañía frente a su competencia. Sin embargo, las marcas que compiten con la compañía son: Maxxis, Goodyear, Michelin y Double Coin. Cabe mencionar que CEPSA S.A. está posicionado como uno de los 10 principales importadores de neumáticos a nivel nacional, evidenciando la fortaleza competitiva.

MARCAS DE NEUMÁTICOS	PARTICIPACIÓN DE MERCADO
General	30%
Maxxis	8%
Doublecoin	8%
Aeolus	7%
Goodyear	6%
Triangle	5%
CEPSA S.A.	4%
Otros	33%
<b>Total</b>	<b>100,00%</b>

**Tabla 24:** Participación de mercado línea de neumáticos.

**Fuente:** CEPSA S.A.; **Elaboración:** Global Ratings

## EVOLUCIÓN DE INGRESOS Y COSTOS

Las ventas de la compañía presentaron un comportamiento creciente en el periodo analizado, con un incremento total de USD 8,95 millones entre el 2017 y 2018 producto del incremento de las líneas de llantas, equipos de talleres de vehículos y las otras líneas.

CATEGORÍA DE VENTA	MONTO 2017 (USD)	MONTO 2018 (USD)	VARIACIÓN (%)	VARIACIÓN (USD)
Lubricantes	20.057.448	19.549.576	-3%	-507.872
Llantas	12.598.896	14.752.784	17%	2.153.888
Vehículos	9.456.289	9.122.551	-4%	-333.738
Equipos de talleres	382.542	1.322.452	246%	939.910
Otras líneas	679.207	2.556.347	276%	1.877.140
<b>Total</b>	<b>43.174.382</b>	<b>47.303.710</b>	<b>9,56%</b>	<b>4.129.328</b>

**Tabla 25:** Variación en ventas por tipo de producto 2017 – 2018.

**Fuente:** Estados Financieros auditados 2018; **Elaboración:** Global Ratings

Asimismo, el incremento de las ventas se atribuyó a la estrategia comercial que implementó la compañía desde el año 2015 que se resume en: (a) la comercialización directa de lubricantes en la Costa para aumentar

el margen de ganancia, (b) la elaboración nacional de una parte de los lubricantes Castrol, (c) incorporación de línea de neumáticos para maquinaria agrícola y de construcción y (d) la apertura de nuevos tecnicentros a nivel nacional para ganar mercado. La principal línea de productos de la compañía es la línea de lubricantes, que representó el 41% de las ventas totales a diciembre 2018. Esta línea se mantuvo estable frente al año anterior, así como la línea de vehículos. El resto de líneas tuvieron crecimientos importantes que provocaron un aumento total de USD 4,12 millones a diciembre 2018 frente el año anterior.

CATEGORÍA DE VENTA	MONTO 2018 (USD)	PARTICIPACIÓN
Lubricantes	19.549.576	41%
Llantas	14.752.784	31%
Vehículos	9.122.551	19%
Equipos de talleres	1.322.452	3%
Otras líneas	2.556.347	5%
<b>Total</b>	<b>47.303.710</b>	<b>100,00%</b>

**Tabla 26:** Detalle de ventas por tipo de producto 2018 (USD).

**Fuente:** Estados Financieros auditados 2018; **Elaboración:** Global Ratings

A diciembre de 2019, las ventas registraron una reducción de USD 3,25 millones (-7%) frente al año anterior producto de diversos factores que afectaron a la compañía en dicho año que fueron:

- **Reducción en la importación de llantas:** se registró una reducción en la importación de la línea de llantas debido a que el proveedor de la marca Yokohama limitó sus despachos por un problema interno en su planta, provocando desabastecimiento para CEPSA S.A. en esta línea.
- **Caída de la actividad del sector productivo:** la venta de lubricantes y mantenimiento de vehículos pesados sigue el comportamiento de la economía de forma general, ya que la actividad de los sectores productivos define la necesidad de mantenimiento de sus vehículos. Durante el año 2019, la industria en general se redujo por la recesión general de la economía, por lo que la necesidad de lubricantes y productos de mantenimiento para volquetas y vehículos de carga pesada decreció también.
- **Paralización nacional por las manifestaciones de octubre 2019:** la paralización económica a nivel nacional afectaron las ventas de la compañía, considerando que con la estacionalidad en ventas, el tercero y cuarto trimestre del año son los más fuertes y se vio afectada la comercialización de productos por el cierre de locales en ese periodo para salvaguardar la mercadería.

Como consecuencia de los factores antes mencionados y por las estimaciones recesivas de la economía ecuatoriana para los próximos años, la compañía desarrolló durante el año 2019 una estrategia nueva para comercializar un mix óptimo de productos maximizando la utilidad de la compañía para hacer frente a adversidad y mantener la rentabilidad de la compañía en el tiempo. Estos cambios incluyen, por ejemplo, la diversificación de la línea de llantas ofreciendo a un solo cliente todo tipo de llantas para los diversos usos existentes de vehículos pesados; así como la comercialización de nuevas marcas para atender a varios segmentos en todas las líneas de productos. De esta manera la compañía ha implementado una nueva estrategia para hacer frente a la crisis y salir adelante en los próximos años.

CATEGORÍA DE VENTA	MONTO 2018 (USD)	MONTO 2019 (USD)	VARIACIÓN (%)	VARIACIÓN (USD)
Lubricantes	19.549.576	17.204.330	-12%	-2.345.246
Llantas	14.752.784	13.666.008	-7%	-1.086.776
Vehículos	9.122.551	9.216.172	1%	93.621
Equipos de talleres	1.322.452	1.652.278	25%	329.826
Otras líneas	2.556.347	2.318.069	-9%	-238.278
<b>Total</b>	<b>47.303.710</b>	<b>44.056.857</b>	<b>-6,86%</b>	<b>-3.246.853</b>

**Tabla 27:** Variación en ventas por tipo de producto 2018 – 2019.

**Fuente:** Estados Financieros auditados 2019; **Elaboración:** Global Ratings

Para agosto de 2020 las ventas de la compañía registraron un decrecimiento frente a agosto del año del orden del 38% producto del efecto de la crisis sanitaria provocada por el COVID-19, lo cual afectó la actividad económica a nivel general en todo el país, y en mayor medida al sector comercial y automotriz. A raíz de la emergencia sanitaria que se atraviesa a nivel mundial, CEPSA S.A. ha realizado modificaciones en su estrategia en el año 2020 para hacer frente a la demanda actual, considerando que el consumo se modificó y la

demanda de productos se altera. Por esta razón se tiene planificado enfocarse en mayor medida en las líneas de mantenimiento y repuestos, así como las otras medidas mencionadas anteriormente. Los efectos de la nueva estrategia no se van a plasmar en el corto plazo, por lo que se estima cerrar el año 2020 con ventas alrededor de los USD 27,09 millones. Para años posteriores se espera que las ventas se recuperen paulatinamente conforme el comportamiento general del sector y surjan efecto las medidas optadas por la administración.

En cuanto al costo de ventas, éste mantuvo una tendencia creciente pasando de una participación sobre las ventas del 71% en el año 2016 al 75% a diciembre 2018. Asimismo, para diciembre de 2019 la participación del costo de ventas alcanzó el 76% sobre las ventas. Esto se traduce como un encarecimiento de los productos comercializados por la compañía, principalmente de las líneas de lubricantes, vehículos y filtros y otras líneas.

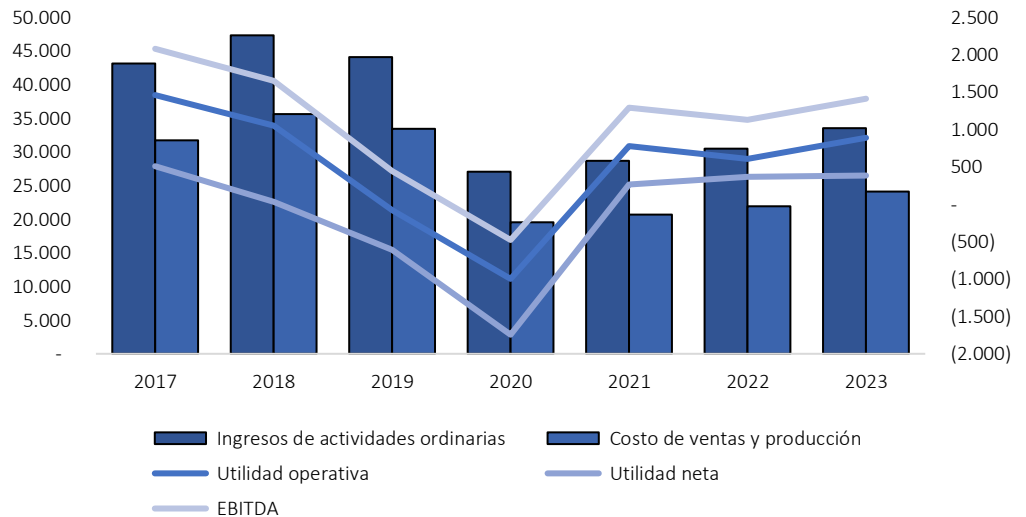
COSTO DE VENTA POR PRODUCTO	PARTICIPACIÓN	PARTICIPACIÓN	PARTICIPACIÓN
	2017	2018	2019
Lubricantes	55%	58%	58%
Llantas	73%	75%	76%
Vehículos	87%	92%	93%
Talleres	128%	52%	57%
Filtros y otros	33%	67%	68%

**Tabla 28:** Detalle de participación del costo de ventas sobre ventas por tipo de producto 2016-2018.

**Fuente:** Estados Financieros auditados 2018-2017; **Elaboración:** Global Ratings

Este encarecimiento fue producido por el comportamiento de la línea de lubricantes, la principal de la compañía, la cual incrementó su participación del costo de ventas sobre las ventas del 52% en 2016 al 58% en 2019. El encarecimiento de esta línea se atribuye al alza de los precios de los dos insumos principales en la producción de lubricantes: base de lubricante y aditivos; los cuales han presentado un alza promedio del 7% por año de su precio en los últimos tres años. Asimismo, este encarecimiento se evidenció en mayor medida durante el año 2018 con el alza del precio del barril petróleo en el mercado internacional, ya que estos productos son derivados del petróleo.

Entre agosto 2019 y 2020 el costo de ventas mantuvo una participación estable sobre las ventas del 76% producto del comportamiento del precio del petróleo que provocó que la materia prima de los lubricantes se mantenga. Cabe mencionar que, en el mercado ecuatoriano, al existir competencia de otras marcas de lubricantes de procedencia extranjera, existe un precio máximo que los productores de lubricantes pueden alcanzar, de manera que, ellos absorben la subida del precio de la materia prima y reducen su margen de ganancia. Para el cierre del año 2020, con la modificación del mix de productos y de la estrategia comercial, se espera reducir el costo de ventas al erradicar algunas líneas de negocio e incrementar los productos dedicados al mantenimiento y reparación del parque automotor. Por esta razón, para los años proyectados se estima alcanzar una participación del costo de ventas del 72% sobre las ventas hasta el año 2023.



**Gráfico 10:** Estado de Resultados.  
**Fuente:** CEPSA S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

### GESTIÓN OPERATIVA: GASTOS Y RESULTADOS

Los gastos de administración y ventas de la compañía corresponden a los gastos operativos de la compañía y mantuvieron una tendencia estable en cuanto a su participación sobre las ventas con porcentajes alrededor del 23% entre el año 2017 y 2019. Los principales rubro de gastos mostraron un comportamiento estable y fueron: publicidad, gastos de viaje y seguros y medicina prepagada. Considerando el encarecimiento de la materia prima de la línea de lubricantes y derivados del petróleo, la compañía optó como medida la estabilidad del gasto operativo para mantener el margen de ganancia. Cabe mencionar que, la utilidad operativa de la compañía mantuvo montos constantes alrededor de USD 1,00 millón históricamente, pero para el cierre del año 2019 se registró una pérdida operativa como consecuencia de la caída en ventas. A agosto de 2020, los gastos operativos incrementaron su participación sobre las ventas alcanzando un porcentaje del 30% como consecuencia de la emergencia sanitaria que provocó incurrir en gastos adicionales por las reducciones de personal y la adaptación al nuevo plan estratégico. Para las proyecciones, se estima que el año 2020 se cierre con un porcentaje de participación superior al histórico del gasto operativo sobre las ventas como consecuencia de los gastos adicionales mencionado. No obstante, a partir del año 2021 se espera mantener este porcentaje alrededor del 26% hasta el año 2023 con la modificación de la estrategia comercial.

El gasto financiero de la compañía mostró un comportamiento creciente entre el año 2017 y 2019 debido al incremento de las obligaciones financieras y emisión de obligaciones en ese periodo. Asimismo, el incremento del gasto financiero se debe a que las instituciones financieras incrementaron las tasas de crédito para compañías del sector, de manera que, los gastos financieros registraron un crecimiento promedio por año del 15%. Para agosto de 2020, el gasto financiero se redujo en un 18% frente a su interanual como consecuencia de cancelaciones de préstamos bancarios. Debido al cambio de estrategia durante el año 2020, se registró una reducción del capital de trabajo y del tamaño de los activos, de forma que las necesidades de financiamiento externo también bajaron provocando cancelaciones de deudas con entidades financieras. Para años posteriores, se espera un comportamiento fluctuante del gasto financiero entre el 2020 y 2023, coherente con las necesidades de financiamiento de cada periodo, teniendo en cuenta que la compañía ha optado siempre por financiarse tanto a través de entidades financieras como del Mercado de Valores.

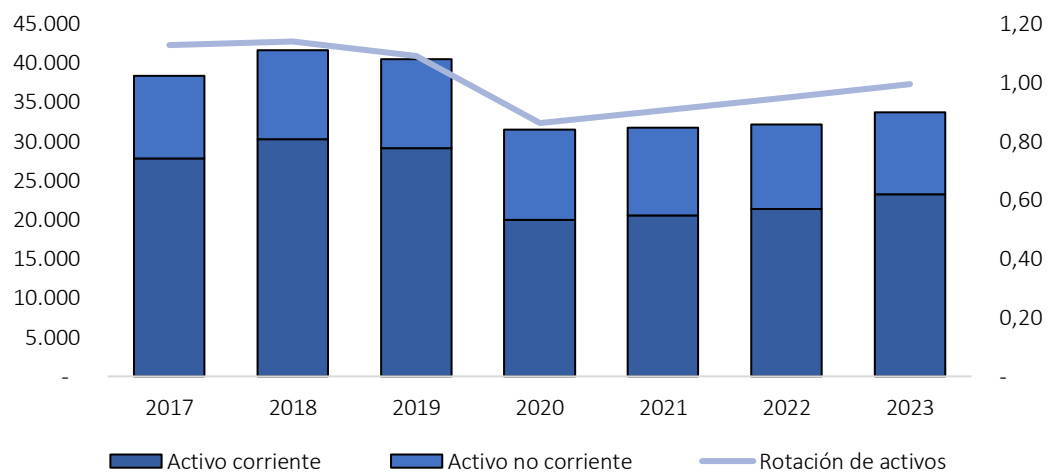
Los ingresos no operacionales corresponden al saldo neto entre los ingresos y gastos no operacionales, los cuales mostraron un comportamiento positivo año tras año al pasar de un monto USD 312 mil en el 2017 a USD 676 mil en el 2019. La tendencia positiva de este rubro se atribuye al aumento de ingresos por: servicios técnicos y reembolso por publicidad de la marca Yokohama; así como por la reducción de los gastos de: contratos de comodato y donaciones. Con el cambio de estrategia, para agosto de 2020 este rubro cayó en

27%, por lo que se espera cerrar el año con un monto menor, pero se estima mantener una tendencia estable de este rubro para años posteriores, coherente con el comportamiento histórico.

En cuanto a los resultados, se registró una clara tendencia negativa entre el año 2017 y 2019 pasando de una utilidad neta de USD 509 mil a una pérdida neta de USD 674 mil. Puntualmente, para el año 2018 la caída de los resultados se atribuye al incremento del precio del petróleo y de la materia prima de lubricantes, que no logró ser contrarrestada con la reducción de los gastos operativos, provocando un menor resultado operativo que se potencializó con el incremento de los gastos financieros. Al cierre del 2019, la pérdida neta fue producto de las menores ventas por la desaceleración económica y la paralización de la actividad económica en los meses de octubre y noviembre. Como consecuencia de la pandemia de COVID-19, los resultados arrojaron tanto pérdidas operativas como netas para agosto de 2020, que incluso fueron mayores a las registradas al cierre del 2019. Por esta razón, el cierre del año 2020 espera un comportamiento coherente de pérdidas y para años posteriores se proyectan resultados netos positivos con una tendencia creciente paulatina entre el año 2021 y 2023.

**CALIDAD DE ACTIVOS**

Dado el giro de negocio de la compañía y la estrategia de comercial implementada durante los últimos años, el grueso de los activos se concentra en tres cuentas principales: cuentas por cobrar, propiedad, planta y equipo e inventarios. A agosto de 2020, el 75% del activo total se condensó en estos tres rubros. Asimismo, el activo de la compañía se concentró mayormente en el activo corriente con valores superiores al 70% en el periodo histórico como consecuencia del giro de negocio de la compañía de carácter comercial. Entre el 2017 y 2019 el activo de la compañía presentó un comportamiento constante fluctuando alrededor de los USD 40,00 millones. Los niveles de rotación del activo se redujeron paulatinamente durante el periodo analizado, lo que evidencia una eficiencia ralentizada, que estima alcanzar su punto mínimo al cierre del año 2020 como consecuencia del cambio de estrategia comercial adoptado en dicho año. Para años posteriores este indicador proyecta incrementarse paulatinamente hasta el año 2023.



**Gráfico 11:** Evolución del activo.  
**Fuente:** CEPSA S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

El principal rubro de los activos fueron las cuentas por cobrar con participaciones alrededor del 36% del total de activos entre el 2017 y 2019 y estuvieron compuestas por transacciones con compañías no relacionadas y relacionadas. Cabe mencionar que, las cuentas por cobrar a relacionadas de corto plazo fueron todas de naturaleza comercial. Las cuentas por cobrar mostraron una tendencia creciente en el periodo histórico con un crecimiento promedio del 8% por año. Puntualmente, este rubro presentó un incremento del 19% para el año 2018 siguiendo el comportamiento creciente de las ventas. No obstante, al año 2019 con la caída de las ventas en 7%, las cuentas por cobrar no relacionadas se mantuvieron estables producto de mayores plazos de crédito otorgado a clientes como incentivo de ventas en dicho año debido a que la actividad del sector automotriz fue menor. Para diciembre 2019, alrededor del 76% de la cartera se encontraba vigente o vencida hasta 30 días, lo que indica la buena recuperabilidad de las cuentas por cobrar no relacionadas y relacionadas.

De igual manera, presentaron una provisión de incobrables de USD 1,21 millones con lo que se ofreció una cobertura del 90% de la cartera vencida a más de 360 días y el 22% del total de la cartera vencida.

VENCIMIENTO DE CARTERA	MONTO (USD)	PARTICIPACIÓN
Corriente	9.559.553	64%
Vencidas 1 a 30 días	1.797.516	12%
31-60 días	649.791	4%
61-90 días	429.420	3%
91-180 días	690.777	5%
181-360 días	499.785	3%
Más de 360 días	1.339.439	9%
<b>Total</b>	<b>14.966.281</b>	<b>100%</b>

**Tabla 29:** Vencimiento de cartera a diciembre 2019.

**Fuente:** Estados Financieros auditados 2019; **Elaboración:** Global Ratings

Para agosto de 2020, las cuentas por cobrar no relacionadas registraron una caída del 16% frente a agosto del año anterior siguiendo la tendencia negativa de las ventas como consecuencia de la pandemia de COVID-19. Igualmente, se registró un deterioro de la cobrabilidad de la cartera como consecuencia de la crisis económica, donde alrededor del 55% de la cartera se encontraba vigente o vencida hasta 30 días, lo cual es un porcentaje menor al histórico, y una cartera vencida a más de 60 días del 40%. Con la provisión de incobrables de USD 1,39 millones registrada a agosto de 2020, ofrecieron una cobertura del 28% sobre la cartera vencida a más de 60 días.

VENCIMIENTO DE CARTERA	MONTO (USD)	PARTICIPACIÓN
Corriente	5.851.836	47%
Vencidas 1 a 30 días	1.060.201	8%
31-60 días	679.653	5%
Más de 60 días	4.976.375	40%
<b>Total</b>	<b>12.568.065</b>	<b>100%</b>

**Tabla 30:** Vencimiento de cartera a agosto 2020.

**Fuente:** CEPSA S.A.; **Elaboración:** Global Ratings

Para las proyecciones, considerando la nueva estrategia comercial implementada, se espera que las cuentas por cobrar sigan el comportamiento de las ventas en el periodo comprendido entre 2020 y 2023. De esta forma, al cierre del año 2020 se espera que las cuentas por cobrar alcancen un punto mínimo y que, conforme las ventas se incrementan año tras año, se mantendrá la misma tendencia positiva paulatina.

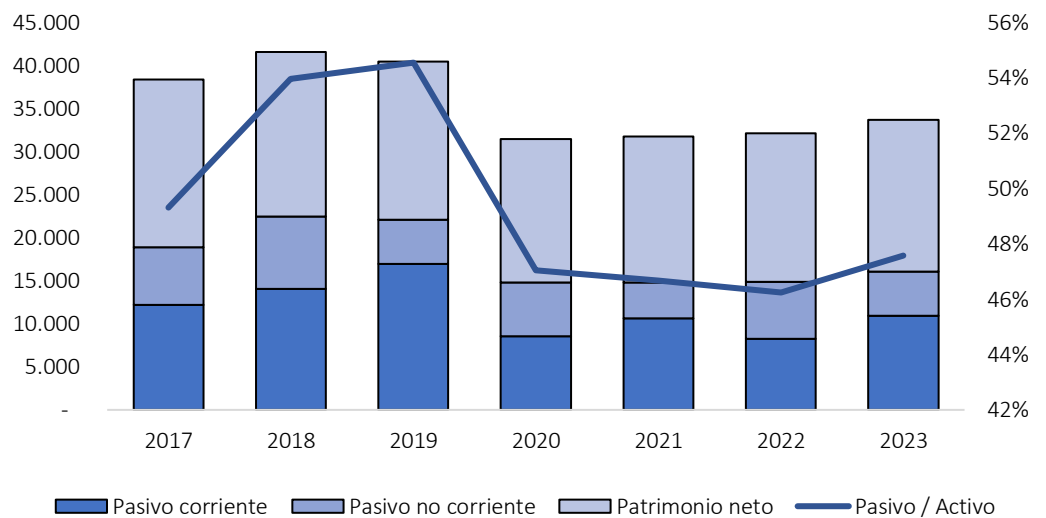
El rubro de inventarios mostró un comportamiento paulatinamente negativo entre el año 2017 y 2019, al pasar de un monto de USD 10,99 millones a USD 10,00 millones, considerando también al rubro de mercaderías en tránsito. No obstante, este rubro mantuvo participaciones de alrededor del 26% sobre el total de activos de la compañía históricamente. Para el año 2018, los inventarios registraron una variación negativa del orden del 7% producto de mayores ventas que ocasionaron una mayor rotación de inventarios en el periodo. A diciembre 2019 los inventarios se redujeron en USD 269 mil frente al año anterior por las menores ventas registradas, provocando un menor abastecimiento de productos en stock. Para agosto de 2020, los inventarios registraron la mayor reducción del periodo analizado con una caída del 40% frente a su interanual. Dicho comportamiento se atribuyen a los cambios internos de la estrategia comercial que provocaron modificaciones en el mix de productos vendidos y en el volumen de mercancías mantenidas en stock, principalmente como respuesta a la crisis sanitaria a nivel mundial ocasionada por el COVID-19. Por esta razón, para años posteriores se estima mantener niveles de inventario menores, coherente con la nueva estrategia implementada.

La propiedad, planta y equipo registró un comportamiento estable en el periodo de estudio con un monto alrededor de los USD 9,75 millones y participaciones del 24% por año. La tendencia constante de este rubro se atribuye al resultado neto entre adiciones paulatinas de maquinaria y equipo y el efecto contable de la depreciación. De igual forma, para agosto de 2020 esta cuenta registró una variación negativa del orden del 7%. Para años proyectados, el rubro de propiedad, planta y equipo estima adiciones paulatinas de maquinaria y equipo en promedio de USD 300 mil por año, como lo ha hecho históricamente, manteniendo un comportamiento constante hasta el año 2023.

Cabe recalcar que, la compañía maneja altos volúmenes en las cuentas de efectivo y sus equivalentes como consecuencia de que se ofrece crédito directo a los clientes y muchos de ellos no se encuentran bancarizados. Consecuentemente, la cuenta de efectivo y equivalentes se mantiene alrededor de los USD 2,89 millones con el objeto de garantizar una alta liquidez a la compañía.

**ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO**

Siguiendo el desenvolvimiento del negocio entre el año 2017 y 2019, la estructura de financiamiento de la compañía mantuvo un comportamiento constante en sus fuentes de fondeo. Debido al incremento en ventas al 2018, la necesidad de financiamiento externo aumentó, pero para el año 2019 se mantuvo constante. Históricamente, CEPSA S.A. ha fondeado sus actividades mediante cuatro fuentes principales que son en orden de importancia: recursos propios, préstamos adquiridos con entidades financieras, instrumentos emitidos en el Mercado de Valores y el crédito de proveedores en la compra de mercadería. Durante el periodo analizado el total del pasivo financió en promedio al 53% del activo total de la compañía entre 2017 y 2019.



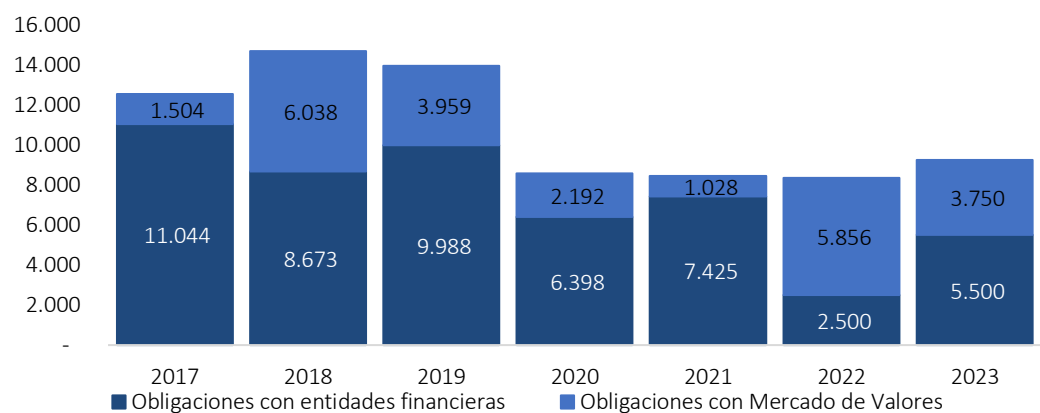
**Gráfico 12:** Estructura de financiamiento (miles USD).

Fuente: CEPSA S.A.; Elaboración: GlobalRatings

El patrimonio neto fue la principal fuente de fondeo de la compañía ofreciendo un financiamiento del 47% por año de los activos totales en el periodo de análisis y mantuvo un comportamiento constante entre 2017 y 2019 con montos alrededor de los USD 19,00 millones. La mayor parte de las cuentas que compusieron al patrimonio se mantuvieron inalterados a excepción de los resultados acumulados y de los resultados del ejercicio. Entre el año 2017 y 2019, la compañía mantuvo un capital social inalterado con un monto de USD 343 mil dividido entre 166 accionistas, ya que la compañía cotiza sus acciones en Bolsa. En el periodo histórico de análisis no se realizaron incrementos de capital, no obstante, a futuro la compañía tiene previsto efectuar un incremento de capital por la suma de USD 3,0 millones mediante la capitalización de la cuenta de utilidades acumuladas de ejercicios anteriores. La principal cuenta del patrimonio fue la de resultados acumulados con una participación promedio del 72% por año, seguida de la cuenta de superávit por revalorización con una participación del 23%. Cabe mencionar que la compañía mantiene desde el año 2016 un monto de USD 485 mil en reserva de capital y de USD 51 mil en reserva facultativa. Para agosto de 2020, el patrimonio neto registró su mayor decrecimiento del orden del 11% frente a su interanual como consecuencia de la reducción de los resultados acumulados al enjugar la pérdida del ejercicio del cierre del año 2019 y por el valor de pérdida del ejercicio registrada a agosto de 2020 que fue de USD 1,47 millones. Todo esto provocó un monto de USD 16,67 millones de patrimonio neto, el cual es un valor inferior al registrado en el histórico. Para años proyectados, el patrimonio neto estima mantenerse constante alrededor de los USD 17,00 millones, dependiendo el crecimiento de este rubro de la reinversión de utilidades.

La principal fuente de fondeo externo de la compañía es a través del financiamiento recibido con entidades financieras, de manera que las obligaciones financieras fueron el principal rubro de los pasivos alcanzando

una participación del 45% sobre los pasivos totales a diciembre de 2019, tanto en su porción corriente como no corriente. Asimismo, este rubro financió alrededor del 25% de los activos por año entre el 2017 y 2019. Las obligaciones financieras totales registraron un comportamiento fluctuante entre el 2017 y 2019 variando de acuerdo con las colocaciones de instrumentos en el Mercado de Valores. Puntualmente, al 2018, las obligaciones financieras totales se redujeron en USD 2,37 millones frente al año anterior por la amortización de préstamos bancarios, que fueron reemplazados con la colocación de la Cuarta Emisión de Obligaciones. A diciembre de 2019 las obligaciones financieras crecieron en 15% frente al año anterior por la paulatina amortización de capital de la Cuarta Emisión de Obligaciones y la cancelación de la Tercera Emisión de Obligaciones. Para agosto 2020, las obligaciones financieras registraron una reducción del orden del 21% frente a agosto del año anterior, comportamiento que se atribuye a la reducción de los activos en general con la nueva estrategia comercial implementada, por lo que se redujeron igual las necesidades de financiamiento externo. Consecuentemente, para años posteriores se estima mantener una menor necesidad de financiamiento hasta el año 2023 producto del menor volumen de inventarios proyectado y la nueva estrategia comercial y se proyecta un comportamiento fluctuante del rubro de obligaciones financieras en función de las futuras colocaciones en el Mercado de Valores.



**Gráfico 13:** Evolución de deuda financiera 2017 – 2023 (miles USD).  
Fuente: CEPSA S.A.; Elaboración: GlobalRatings

La cuenta de emisión de obligaciones registró un comportamiento fluctuante entre el año 2017 y 2019 de acuerdo con las colocaciones y amortizaciones de Emisiones en el Mercado de Valores. Durante el año 2017, la cuenta de emisión de obligaciones estuvo compuesta únicamente por la Tercera Emisión de Obligaciones que se colocó en el año 2015. Para el 2018, este rubro se incrementó como consecuencia de la colocación de la Cuarta Emisión de Obligaciones. Para diciembre de 2019 se redujo dicho rubro por las amortizaciones de capital de ambas Emisiones vigentes en el mercado. Durante el año 2020 se registró la cancelación de la Tercera Emisión de Obligaciones en el mes de febrero, quedando únicamente la Cuarta Emisión para agosto de 2020 con un monto remanente por pagar de USD 3,06 millones que se amortizan hasta el año 2023. Para las proyecciones, manteniendo la coherencia con el financiamiento histórico de la compañía donde se apalancan con el Mercado de Valores, se proyectó la colocación de una nueva Emisión para el año 2022 por un monto de USD 6,00 millones con una vigencia de cuatro años.

Las cuentas por pagar comerciales presentaron un comportamiento creciente en el periodo analizado pasando de un monto de USD 2,86 millones en el 2017 a USD 4,50 millones en el 2019, tanto en la porción corriente como no corriente. Durante el año 2018, el incremento de este rubro se atribuye a la compra de mayores productos y materia prima influenciadas por las mayores ventas. Al 2019 a pesar de registrarse menores ventas, las compras se incrementaron como consecuencia del cambio de estrategia comercial con lo que la compañía procedió a abastecerse de inventario. Para agosto de 2020, las cuentas por pagar mantuvieron un comportamiento constante frente a su interanual. Las proyecciones contemplan una caída de las cuentas por pagar siguiendo el comportamiento de las compras y la implementación de la nueva estrategia comercial, donde se modificará el mix de productos comercializados afectando los plazos de pago a proveedores. No obstante, para el 2023 se estima mantener una tendencia positiva siguiendo el desenvolvimiento del negocio.



Con lo antes expuesto se da cumplimiento a lo establecido en el Numeral 1, Artículo 11, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, es opinión de Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. que la compañía mantiene una buena participación de mercado y un nivel de ingresos por ventas adecuado dentro del sector en el que opera.

De igual forma, con lo antes expuesto se da cumplimiento a lo establecido en el Numeral 2, Artículo 11, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, es opinión de Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. que la compañía mantiene una adecuada posición frente a sus clientes y proveedores, siendo un competidor clave dentro de la industria automotriz. A través de su orientación comercial y operativa pretende mantenerse como uno de los líderes en el sector en el que desarrolla sus actividades.

### PRESENCIA BURSÁTIL

Hasta la fecha del presente informe CEPSA S.A. mantiene vigente la Cuarta Emisión de Obligaciones, la presencia bursátil que ha mantenido la empresa es la siguiente:

INSTRUMENTOS EMITIDOS	AÑO	APROBACIÓN	MONTO USD	ESTADO
Primera Emisión de Obligaciones	N/A	N/A	N/A	Cancelada
Segunda Emisión de Obligaciones	2011	Q.IMV.2011.0210	4.000.000	Cancelada
Tercera Emisión de Obligaciones	2015	SCV.IRQ.DRMV.2015.0015	5.000.000	Cancelada
Cuarta Emisión de Obligaciones	2018	SCVS-IRQ-DRMV-SAR-2018-00005153	6.000.000	Vigente
Emisión de Acciones Ordinarias	1995	Resolución 2088	343.324	Vigente

**Tabla 31:** Presencia Bursátil

Fuente: SCVS; Elaboración: GlobalRatings

En el siguiente cuadro se evidencia la liquidez que han presentado los instrumentos que ha mantenido CEPSA S.A. en circulación en el Mercado de Valores.

INSTRUMENTOS EMITIDOS	DÍAS BURSÁTILES	NÚMERO DE TRANSACCIONES	MONTO COLOCADO (USD)
Primera Emisión de Obligaciones	N/A	N/A	N/A
Segunda Emisión de Obligaciones	31	14	4.000.000
Tercera Emisión de Obligaciones	13	14	5.000.000
Cuarta Emisión de Obligaciones	1	4	6.000.000
Emisión de Acciones Ordinarias	N/A	N/A	N/A

**Tabla 32:** Liquidez de presencia bursátil

Fuente: SCVS; Elaboración: GlobalRatings

En función de lo antes mencionado, Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A., opina que se observa consistencia en la presencia bursátil dando cumplimiento a lo estipulado en el Literal f, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II y en el Numeral 5, Artículo 11, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera

### INSTRUMENTO

Con fecha 15 de marzo de 2018, la Junta General de Accionistas de CEPSA S.A. autorizó la Cuarta Emisión de Obligaciones por la suma de USD 6.000.000. La Emisión fue aprobada por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros el 14 de junio de 2018 bajo Resolución No. SCVS-IRQ-DRMV-SAR-2018-00005153 y fue dividida en dos clases, la Clase C y la Clase D por un monto de USD 3.000.000 cada una. El agente colocador inició con la colocación de los valores el 22 de junio de 2018 y llegó a colocar el mismo día la suma de USD 6.000.000, es decir, el 100% del total de la Emisión.

Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. verificó que el instrumento presentó aceptabilidad evidenciado en los tiempos de colocación antes mencionados, dando cumplimiento a lo estipulado en el Numeral 5, Artículo 11, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

**CUARTA EMISIÓN DE OBLIGACIONES**

Monto de la emisión	USD 6.000.000,00					
Unidad monetaria	Dólares de los Estados Unidos de América					
Características	<b>CLASES</b>	<b>MONTO</b>	<b>PLAZO</b>	<b>TASA FIJA ANUAL</b>	<b>PAGO DE CAPITAL</b>	<b>PAGO DE INTERESES</b>
	C	3.000.000	1.080 días	7,00%	Trimestral	Trimestral
	D	3.000.000	1.800 días	8,00%	Trimestral	Trimestral
Tipo de emisión	Títulos desmaterializados.					
Garantía	Garantía General de acuerdo con el Art.162 Ley de Mercado de Valores.					
Destino de los recursos	El objeto de la Emisión es mejorar la estructura financiera de la empresa, destinando los recursos que se generen 50% para financiar parte del capital de trabajo, específicamente compra de inventario (materia prima y/o producto terminado); y 50% para reestructuración de pasivos con instituciones financieras locales.					
Valor nominal	USD 1.000,00					
Base de cálculos de intereses	Base comercial 30/360: corresponde a años de 360 días. 12 meses y 30 días cada mes.					
Sistema de colocación	Se negociará de manera bursátil					
Rescates anticipados	La presente Emisión de Obligaciones no contempla sorteos ni rescates anticipados.					
Underwriting	La presente Emisión de Obligaciones no contempla contrato de underwriting.					
Estructurador financiero y agente colocador	Silvercross S.A. Casa de Valores SCCV					
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.					
Representantes de obligacionistas	Bondholder Representative S.A.					
Resguardos	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores</li> <li>■ Los activos reales sobre los pasivos exigibles deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.</li> <li>■ Mantener durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en Artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.</li> <li>■ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.</li> </ul>					
	Límite de endeudamiento	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Mantener un límite de endeudamiento de pasivos financieros / activo total en una relación no mayor a 0,80 veces, considerándose a la deuda financiera y bursátil.</li> </ul>				
	Mecanismo de fortalecimiento	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ El Emisor en defensa de los intereses de los obligacionistas ha constituido un Fideicomiso de Administración de Flujos como mecanismo de fortalecimiento. El activo transferido al patrimonio autónomo está constituido por el derecho de cobro de los flujos provenientes de las facturas emitidas por el Constituyente a los compradores en las líneas de negocio denominadas Yokoha-ma PCR y Filtros Franig. Los flujos ingresarán al fideicomiso mensualmente y la fiduciaria provisionará la cantidad equivalente a la tercera parte del valor de la cuota trimestral a pagarse, que incluya capital e intereses.</li> </ul>				

**Tabla 33:** Características del instrumento

**Fuente:** Prospecto de Oferta Pública; **Elaboración:** GlobalRatings

El Artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, señala que el Emisor deberá establecer, de manera obligatoria, ciertas medidas orientadas a mantener el valor de la Garantía General, por lo que GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. ha verificado que se cumplen las garantías y resguardos de Ley, incluido el límite de endeudamiento y el mecanismo de fortalecimiento.

GARANTÍAS Y RESGUARDOS	FUNDAMENTACIÓN	CUMPLIMIENTO
Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno, a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores.	El indicador promedio de liquidez fue de 1,76 a partir de la autorización de la oferta pública.	<b>CUMPLE</b>

GARANTÍAS Y RESGUARDOS	FUNDAMENTACIÓN	CUMPLIMIENTO
Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno, entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.	Con corte agosto 2020, la empresa mostró un índice dentro del compromiso adquirido, siendo la relación activos reales/ pasivos de 1,83.	CUMPLE
No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora	No hay obligaciones en mora, no se han repartido dividendos.	CUMPLE
Mantener durante la vigencia de la emisión, la relación de activos menos deducciones sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en Artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.	Al 31 de agosto de 2020, la compañía presentó un monto de activos menos deducciones de USD 22,40 millones, con lo que ofrece una cobertura de 7,44 veces sobre el total de emisiones en circulación, cumpliendo así lo determinado en la normativa.	CUMPLE

**Tabla 34:** Cumplimiento de garantías y resguardos;  
**Fuente:** CEPSA S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

LÍMITE DE ENDEUDAMIENTO	FUNDAMENTACIÓN	CUMPLIMIENTO
Mantener un límite de endeudamiento de pasivos financieros / activo total en una relación no mayor a 0,80 veces, considerándose a la deuda financiera y bursátil.	Con corte a agosto 2020, la compañía mantiene un nivel de endeudamiento de pasivos financieros / activos totales de 0,33.	CUMPLE

**Tabla 35:** Cumplimiento de límite al endeudamiento;  
**Fuente:** CEPSA S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

MECANISMO DE FORTALECIMIENTO	FUNDAMENTACIÓN	CUMPLIMIENTO
El Emisor en defensa de los intereses de los obligacionistas ha constituido un Fideicomiso de Administración de Flujos como mecanismo de fortalecimiento. El activo transferido al patrimonio autónomo está constituido por el derecho de cobro de los flujos provenientes de las facturas emitidas por el Constituyente a los compradores en las líneas de negocio denominadas Yokoha-ma PCR y Filtros Franig. Los flujos ingresarán al fideicomiso mensualmente y la fiduciaria provisionará la cantidad equivalente a la tercera parte del valor de la cuota trimestral a pagarse, que incluya capital e intereses.	Al 31 de agosto de 2020, se han realizado los aportes y recaudos transferidos al Fideicomiso según lo detallado en las instrucciones fiduciarias. De la misma manera han cumplido con la cobertura a pagar, recaudando más o igual a 1,30 veces el valor trimestral a pagar y se ha pagado puntualmente a los obligacionistas	CUMPLE

**Tabla 36:** Cumplimiento de límite al endeudamiento;  
**Fuente:** CEPSA S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

El saldo de capital por pagar al 31 de agosto de 2020 fue de USD 3.010.404 compuesto por:

- **Clase C:** USD 1.070.143
- **Clase D:** USD 1.940.261

Las tablas de amortización siguientes se basan en el monto colocado:

N°	CLASE C	SALDO DE CAPITAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERÉS	TOTAL PAGO	SALDO DE CAPITAL
1	22/9/2018	3.000	227	53	279	2.773
2	22/12/2018	2.773	231	49	279	2.542
3	22/3/2019	2.542	235	44	279	2.307
4	22/6/2019	2.307	239	40	279	2.069
5	22/9/2019	2.069	243	36	279	1.825
6	22/12/2019	1.825	247	32	279	1.578
7	22/3/2020	1.578	252	28	279	1.326
8	22/6/2020	1.326	256	23	279	1.070
9	22/9/2020	1.070	261	19	279	810
10	22/12/2020	810	265	14	279	544
11	22/3/2021	544	270	10	279	275
12	22/6/2021	275	275	5	279	0

**Tabla 37:** Amortización Clase C (miles USD)  
**Fuente:** SCVS; **Elaboración:** GlobalRatings

N°	CLASE D	SALDO DE CAPITAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERÉS	TOTAL PAGO	SALDO DE CAPITAL
1	22/9/2018	3.000	123	60	183	2.877

N°	CLASE D	SALDO DE CAPITAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERÉS	TOTAL PAGO	SALDO DE CAPITAL
2	22/12/2018	2.877	126	58	183	2.751
3	22/3/2019	2.751	128	55	183	2.622
4	22/6/2019	2.622	131	52	183	2.491
5	22/9/2019	2.491	134	50	183	2.357
6	22/12/2019	2.357	136	47	183	2.221
7	22/3/2020	2.221	139	44	183	2.082
8	22/6/2020	2.082	142	42	183	1.940
9	22/9/2020	1.940	145	39	183	1.796
10	22/12/2020	1.796	148	36	183	1.648
11	22/3/2021	1.648	151	33	183	1.498
12	22/6/2021	1.498	154	30	183	1.344
13	22/9/2021	1.344	157	27	183	1.187
14	22/12/2021	1.187	160	24	183	1.028
15	22/3/2022	1.028	163	21	183	865
16	22/6/2022	865	166	17	183	699
17	22/9/2022	699	169	14	183	529
18	22/12/2022	529	173	11	183	356
19	22/3/2023	356	176	7	183	180
20	22/6/2023	180	180	4	183	0

**Tabla 38:** Amortización Clase D (miles USD)  
**Fuente:** SCVS; **Elaboración:** GlobalRatings

Del total del monto autorizado de la emisión, se encuentra colocado el 100%. Con lo expuesto anteriormente se da cumplimiento a los literales a y b, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

#### ACTIVOS DEPURADOS

La presente Emisión de Obligaciones está respaldada por Garantía General, lo que conlleva a analizar la estructura de los activos de la compañía. Al 31 de agosto de 2020, la compañía mantuvo un total de activos de USD 35,23 millones, de los cuales USD 22,40 millones fueron activos depurados.

GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. verificó la información del certificado de activos depurados de la empresa, con información financiera cortada al 31 de agosto de 2020, dando cumplimiento a lo que estipula el Artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, que señala que, "se entenderá por activos depurados al total de activos del emisor menos: los activos diferidos o impuestos diferidos; los activos gravados; los activos en litigio y el monto de las impugnaciones tributarias, independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren; los derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros; cuentas y documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados; cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por conceptos ajenos a su objeto social; y, las inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias."

ACTIVOS DEPURADOS	MONTO USD
<b>Activo Total (USD)</b>	<b>35.234.419</b>
(-) Activos o impuestos diferidos	359.649
(-) Activos gravados.	10.443.143
Inventarios	1.987.371
Activos fijos	7.549.837
Inversiones	905.935
(-) Activos en litigio	
(-) Gastos anticipados	119.242
(-) Monto de las impugnaciones tributarias.	
(-) Derechos fiduciarios que garanticen obligaciones propias o de terceros.	399.113
(-) Cuentas y documentos por cobrar provenientes de la negociación y derechos fiduciarios compuestos de bienes gravados.	
(-) Cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por conceptos ajenos a su objeto social.	

ACTIVOS DEPURADOS	MONTO USD
(-) Avales bancarios	1.050.000
(-) Inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o mercados regulados y estén vinculados con el emisor.	461.894
<b>Total activos depurados</b>	<b>22.401.378</b>
<b>Total de obligaciones en circulación</b>	<b>3.010.400</b>
<b>Activos depurados / Obligaciones en circulación</b>	<b>7,44</b>

**Tabla 39:** Activos depurados (USD).

**Fuente:** CEPSA S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo apreciar que la compañía, con fecha 31 de agosto de 2020, presentó un monto de activos depurados de USD 22,40 millones, siendo la relación entre activos depurados y monto de obligaciones en circulación igual a 7,44; cumpliendo así lo determinado en la normativa.

Adicionalmente, se debe mencionar que, al 31 de agosto de 2020, al analizar la posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, se evidencia que el total de activos menos deducciones ofrece una cobertura de 1,21 veces sobre las demás obligaciones del Emisor, dando cumplimiento al Literal c, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

Según lo establecido en el Artículo 9, Capítulo I, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, "El conjunto de los valores en circulación de los procesos de titularización y de emisión de obligaciones de largo y corto plazo, de un mismo originador y/o emisor, no podrá ser superior al 200% de su patrimonio; de excederse dicho monto, deberán constituirse garantías específicas adecuadas que cubran los valores que se emitan, por lo menos en un 120% el monto excedido".

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo evidenciar que el valor de la Cuarta Emisión de Obligaciones de CEPSA S.A., así como de los valores que mantiene en circulación, representan el 10,23% del 200% del patrimonio al 31 de agosto de 2020 y el 20,45% del patrimonio, cumpliendo de esta manera con lo expuesto anteriormente.

200% PATRIMONIO	31 DE AGOSTO DE 2020
Patrimonio	16.668.775
200% patrimonio	33.337.549
Saldo de Derechos Fiduciarios	399.113
Saldo Cuarta Emisión de Obligaciones	3.010.400
Total emisiones	3.409.513
<b>Total emisiones/200% patrimonio</b>	<b>10,23%</b>

**Tabla 40:** 200% patrimonio (USD)

**Fuente:** CEPSA S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

## ANÁLISIS DEL FIDEICOMISO

CEPSA S.A. en defensa de los intereses de los obligacionistas, constituyó un Fideicomiso de Administración de Flujos como mecanismo de fortalecimiento denominado "Fideicomiso de Administración de Flujos y Garantía CEPSA". De esta forma, con fecha 20 de abril de 2018 fue constituido el Fideicomiso Mercantil ante el Notario Tercero de la ciudad de Quito entre CEPSA S.A. en calidad de Constituyente y Fiduciaria Ecuador Fideucador S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos en calidad de Fiduciaria.

De acuerdo con la escritura de constitución, el Fideicomiso de Administración de Flujos sirve como mecanismo de fortalecimiento de la Cuarta Emisión de Obligaciones, donde se permiten realizar provisiones mensuales para el pago trimestral de los valores a los obligacionistas. Al Fideicomiso ingresan los flujos de la recuperación de las cuentas por cobrar de las líneas de negocio Yokohama-PCR y Filtros Franig, mientras las dos clases de las obligaciones estén vigentes.

En caso de que el promedio de los últimos tres meses del índice de cobertura de los flujos provenientes de la recuperación de cartera de las líneas de negocio referidas sea inferior a un equivalente de 1,30 veces del valor a provisionar mensual de la cuota trimestral a pagarse a los obligacionistas, el Constituyente se obliga a transferir a la cuenta del Fideicomiso los flujos suficientes de las cuentas por cobrar de cualquiera de las

líneas de negocio de CEPSA S.A. para cubrir el monto de la provisión mensual. Una vez que los flujos de las cuentas por cobrar de las líneas de negocios de Yokohama-PCR y Filtros Franig se incrementen nuevamente y sean suficientes para cubrir el 1,30 veces de la provisión mensual, el Constituyente dejará de transferir los flujos de las cuentas por cobrar provenientes de otras líneas de negocio.

Cuando sea pagada la totalidad de la Clase C de la Emisión, ingresarán al Fideicomiso únicamente los flujos de las cuentas por cobrar de Yokohama-PCR, mientras cumplan con la cobertura mínima de 1,30 veces. Los flujos cedidos ingresarán al Fideicomiso cada mes para realizar la provisión y retornarán a CEPSA S.A. cada mes, dos días después de haber realizado el 100% de la provisión mensual respectiva. De estos flujos, el Fideicomiso debe provisionar la cantidad equivalente a la tercera parte del valor de la cuota trimestral a pagar, que incluya capital e intereses.

Cabe recalcar que, en caso de que los pagos realizados no fueran suficientes para cumplir con los pagos y provisiones previstas por la Escritura del Fideicomiso, el Constituyente podrá realizar aportes futuros al patrimonio autónomo del Fideicomiso de cualquiera de las demás líneas de negocio que tenga.

Con corte 31 de agosto de 2020, se han realizado los siguientes aportes al Fideicomiso:

FECHA	MONTO RECIBIDO	PROVISIÓN MENSUAL	COBERTURA
jul-18	258.030	154.271	1,67
ago-18	276.053	154.271	1,79
sep-18	299.063	154.271	1,94
<b>PAGO I</b>	<b>833.146</b>	<b>462.812</b>	<b>1,80</b>
oct-18	248.309	154.271	1,61
nov-18	237.267	154.271	1,54
dic-18	230.202	154.271	1,49
<b>PAGO II</b>	<b>715.778</b>	<b>462.812</b>	<b>1,55</b>
ene-19	240.955	154.271	1,56
feb-19	287.885	154.271	1,87
mar-19	232.747	154.271	1,51
<b>PAGO III</b>	<b>761.587</b>	<b>462.812</b>	<b>1,65</b>
abr-19	238.094	154.271	1,54
may-19	228.041	154.271	1,48
jun-19	223.091	154.271	1,45
<b>PAGO IV</b>	<b>689.226</b>	<b>462.812</b>	<b>1,49</b>
jul-19	223.800	154.271	1,45
ago-19	212.443	154.271	1,38
sep-19	205.407	154.271	1,33
<b>PAGO V</b>	<b>597.466</b>	<b>462.812</b>	<b>1,29</b>
oct-19	179.617	154.271	1,16
nov-19	182.533	154.271	1,18
dic-19	216.589	154.271	1,40
<b>PAGO VI</b>	<b>578.739</b>	<b>462.812</b>	<b>1,25</b>
ene-20	157.870	154.271	1,02
feb-20	119.245	154.271	0,77
mar-20	175.484	154.271	1,14
<b>PAGO VII</b>	<b>452.599</b>	<b>462.813</b>	<b>0,98</b>
abr-20	112.551	154.271	0,73
may-20	74.583	154.271	0,48
jun-20	296.010	154.271	1,92
<b>PAGO VIII</b>	<b>483.144</b>	<b>462.812</b>	<b>1,04</b>
jul-20	102.747	154.271	0,67
ago-20	203.000	154.271	1,32
sep-20	N/A	N/A	N/A
<b>PAGO IX</b>	<b>305.747</b>	<b>462.812</b>	<b>0,66</b>

**Tabla 41:** Aportes al Fideicomiso y pago a obligacionistas.

Fuente: Fiduecuador S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos;

Elaboración: GlobalRatings

De acuerdo con el reporte de Fiduecuador S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos se han recibido los aportes realizados por el Constituyente y se han provisionado por recursos necesarios para el pago de los inversionistas, con lo que con fecha 31 de agosto de 2020 se han cumplido con las instrucciones fiduciarias del Fideicomiso de Administración de Flujos y Garantía CEPSA.

## PERFIL FINANCIERO

El perfil financiero de la entidad bajo análisis, en este caso CEPSA S.A., corresponde a un estudio de los estados financieros de la entidad emisora, históricos y proyectados, donde se analizan diferentes aspectos reflejados en el balance general, el estado de pérdidas y ganancias y los flujos de efectivo históricos y proyectados.

La metodología de GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. no considera los índices financieros de forma aislada para después entrar en algún sistema de ponderación. Por el contrario, supone que la calificación cuantitativa obtenida por una entidad responde a una acción conjunta de los indicadores que llevan a esa calificación. En este sentido, el conjunto de índices financieros reseñados y escogidos para ser estudiados, determinan una puntuación que refleja la posición relativa de la empresa frente a una muestra de entidades calificadas anteriormente por GlobalRatings lo que permite determinar un puntaje, que va de 1 para la entidad menos calificada hasta 10 para entidad más calificada. El puntaje obtenido por medio de un sistema de regresión permite cuantificar, en la medida de lo posible, las características con respecto a la capacidad del emisor para realizar, dentro de los plazos establecidos y en su totalidad, los pagos correspondientes a intereses y principal de su deuda. Con esta consideración, el análisis se centra en tres aspectos financieros principales: liquidez, endeudamiento y solvencia, y rendimiento.

Una vez determinado el puntaje reseñado, el perfil financiero se determina en una segunda fase, que analiza algunos índices que permiten conocer aspectos trascendentales como la evolución de la deuda neta, la capacidad de pago de esa deuda con varios parámetros de medición y los márgenes de maniobra que tiene la empresa para cumplir a cabalidad con el servicio de la deuda sin menoscabar su operatividad.

## PREMISAS DE PROYECCIÓN

En consideración a lo anterior, el análisis del perfil financiero contempla de forma primordial las premisas de la proyección de situación financiera del Emisor durante el periodo de vigencia de la Emisión en análisis, que se basan en los resultados reales de la compañía y en el comportamiento histórico adoptado durante el periodo analizado. En el caso puntual de CEPSA S.A. la realidad a la fecha del presente informe está condicionada por la emergencia sanitaria y la consecuente paralización de actividades económicas para la mayor parte de sectores a nivel nacional. Asimismo, el sector automotriz al que pertenece el Emisor, ha sido de los más afectados por la pandemia con una caída significativa en sus ventas. Sin embargo, ya que el grueso de los ingresos de CEPSA S.A. se concentra en el subsector de repuestos y mantenimiento, se ha podido reaccionar a las nuevas tendencias del mercado condicionadas por la emergencia y la crisis económica, generando la flexibilidad suficiente para reestructurar la compañía y sortear los factores negativos exógenos que han golpeado al sector en su conjunto.

Es importante mencionar que GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. procedió a estresar las proyecciones realizadas por la compañía con la idea de analizar la capacidad de reacción de la compañía en situaciones adversas a las proyectadas. De esta manera se proyectó un escenario estresado con menores ventas y mayores gastos operativos a los registrados en el estudio histórico. Para las proyecciones se utilizó un escenario conservador, considerando la tendencia negativa que se prevé para la mayor parte de sectores de la economía a nivel nacional y el comportamiento del consumidor en cuanto a la demanda de adquisición de nuevos vehículos. Por estos factores, para el cierre del año 2020 se estima que el nivel de ingresos será menor en un 39% y con el paso de los años se espera un aumento paulatino del nivel de ventas del 6% por año hasta el 2022 y un 2023 con un crecimiento mayor del 10%. La participación del costo de ventas presentó un comportamiento creciente en función de la tendencia del precio del petróleo, que afectó el costo de ventas de la división de lubricante. No obstante, con la modificación del mix de productos ofrecidos, el costo de ventas estima reducirse al 72% sobre las ventas como consecuencia del nuevo enfoque de venta de productos de repuestos y mantenimiento que son más rentables y con mayor demanda en el mercado. Los gastos operativos fluctuarán de acuerdo con el comportamiento de las ventas, en función de la participación histórica, mientras que los gastos financieros responderán a la colocación y amortización de instrumentos en el Mercado de Valores, así como a la adquisición de deuda bancaria de corto y largo plazo.

PREMISAS	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	CRITERIO
	Actual			Proyectado				
Ingresos de actividades ordinarias	43.174	47.304	44.057	-39%	6%	6%	10%	
Costo de ventas y producción	73%	75%	76%	72%	72%	72%	72%	Porcentaje sobre ventas
Gasto de Ventas	-23%	-22%	-24%	-26%	-26%	-26%	-26%	Porcentaje sobre ventas
Cuentas por Cobrar (CP)	29%	32%	33%	35%	35%	35%	35%	Porcentaje sobre ventas
Provisiones	4%	4%	8%	8%	8%	8%	8%	Porcentaje sobre C x C
Inventarios	31%	25%	26%	28%	28%	28%	28%	Porcentaje sobre Costo Ventas
Cuentas por Pagar (CP)	7%	11%	12%	11%	11%	11%	11%	Porcentaje sobre Costo Ventas
Cuentas por Pagar (LP)	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	Porcentaje sobre Costo Ventas

**Tabla 42:** Premisas utilizadas en la proyección de indicadores (% en función de ingresos y costo de venta).

**Fuente:** CEPSA S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

En cuanto al Estado de Situación Financiera, la cartera presentó un comportamiento creciente siguiendo la estrategia comercial de incrementar el crédito a clientes y la tendencia general del mercado, que estima mantenerse para el periodo proyectado. El rubro de inventarios mantendrá un valor medio del 28% sobre las compras para las proyecciones por la nueva estrategia implementada a futuro. Se estima que la estructura del pasivo mantendrá un comportamiento similar al histórico, con una estructura de cuentas por pagar estable y con valores de deuda coherentes con lo acostumbrado. Las proyecciones realizadas contemplan la colocación de una nueva emisión de obligaciones a futuro y nuevos préstamos con entidades financieras de acuerdo con la política de endeudamiento de la compañía.

## ÍNDICES DE LIQUIDEZ, SOLVENCIA Y RENTABILIDAD

Los índices financieros seleccionados fueron determinados en base al estudio del poder explicativo de cada uno de manera independiente, y en su conjunto, sobre la capacidad financiera de la empresa en análisis. Los índices de liquidez, endeudamiento y solvencia y rendimiento se calculan para cada uno de los años que cubre el estudio, tanto históricos como proyectados.

ÍNDICES	Tipo	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
		Actual			Proyectado			
Activos Corrientes / Pasivos Corrientes	L	2,28	2,15	1,71	2,33	1,93	2,57	2,12
Pasivos Corrientes / Pasivos Totales	L	0,64	0,63	0,77	0,58	0,72	0,56	0,68
Pasivos Totales / Activos Totales	S	0,49	0,54	0,55	0,47	0,47	0,46	0,48
Deuda Financiera / Pasivos Totales	S	0,66	0,66	0,63	0,58	0,57	0,56	0,58
Deuda LP / Activos Totales	S	0,10	0,14	0,07	0,13	0,06	0,13	0,08
EBITDA / Gastos Financieros	S	2,16	1,37	0,35	(0,37)	1,36	1,69	1,43
Utilidad Operacional / Ventas	R	0,03	0,02	(0,00)	(0,04)	0,03	0,02	0,03
Margen Bruto / Ventas	R	0,27	0,25	0,24	0,28	0,28	0,28	0,28
Utilidad Neta / Patrimonio	R	0,03	0,00	(0,03)	(0,10)	0,02	0,02	0,06

**Tabla 43:** Índices financieros reales y proyectados.

**Fuente:** CEPSA S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

### LIQUIDEZ

CEPSA S.A. mantuvo un índice de liquidez superior a la unidad durante todo el periodo analizado, impulsado por la política de la compañía de mantener valores de efectivo y equivalentes alrededor de los USD 3,00 millones dado el giro de negocio que se concentra en el ofrecimiento de crédito directo a sus clientes. De esta manera, se evidencia que la compañía cuenta con la capacidad de cubrir sus obligaciones financieras y no financieras de corto plazo. Se estima que este comportamiento se mantenga para el año 2023 de acuerdo con el comportamiento de la compañía, coherente con la tendencia histórica.

Durante el periodo analizado, el pasivo se concentró históricamente en el corto plazo y tuvo fluctuaciones de esta participación en el periodo analizado entre el 60% y 75%. Para años posteriores esta tendencia estima reducirse con nuevas colocaciones de instrumentos en el largo plazo y nuevos préstamos bancarios que permita reducir las necesidades de pago en el corto plazo.

### ENDEUDAMIENTO Y SOLVENCIA

Los índices seleccionados demuestran que la compañía cuenta con una estructura estable de financiamiento con un fondeo equitativo entre terceros y recursos propios. Como se mencionó anteriormente, el pasivo total financió alrededor del 53% del activo total entre el año 2017 y 2019. Para las proyecciones se espera mantener esta tendencia con un valor medio del 47% entre el 2020 y 2023.

La deuda financiera mostró una tendencia estable respecto al total de pasivos, lo que indica una estructura de financiamiento bien definida entre proveedores y deuda con costo. Esto se evidencia en el indicador de deuda financiera sobre pasivos que fue en promedio del 65% entre el 2017 y 2019. Para años posteriores



este indicador espera una ligera reducción con un valor medio del 57% entre el 2020 y 2023 como consecuencia de la reestructuración operativa y el cambio del mix de productos ofertados, lo que generarán variaciones en las compras de inventario y por ende en las necesidades de financiamiento externo.

El pasivo de la compañía se concentró en mayor medida en el corto plazo y la deuda de largo plazo fluctuó entre el 10% y 15% en el periodo de estudio como consecuencia de las colocaciones de instrumentos en el Mercado de Valores que generaron reestructuraciones de los pasivos. Para las proyecciones se estima que este indicador mantendrá su concentración en el corto plazo, coherente con lo histórico, y que fluctuará en función de las necesidades de financiamiento con incrementos en los años que se proyectan nuevas colocaciones en el Mercado de Valores.

El EBITDA de la compañía registró una tendencia a la baja como consecuencia de la tendencia positiva del costo de ventas y la caída en ventas al año 2019. Consecuentemente, se registró una reducción de la cobertura del EBITDA sobre el gasto financiero, considerando la tendencia positiva de éstos últimos, por el incremento de tasas por parte de las entidades financieras y por nueva deuda contraída. Al cierre del 2020, con la caída en resultados se espera un valor negativo de este indicador, que conforme se recupera paulatinamente la situación, esperan revertirse los resultados alcanzando valores medios a los históricos.

### RENTABILIDAD

Durante el periodo comprendido entre 2017 y 2019, CEPSA S.A. mantuvo una tendencia negativa de la participación del margen bruto sobre las ventas como consecuencia del incremento de los precios del petróleo que elevó el costo de ventas de la línea de lubricantes. No obstante, logró mantener una participación alrededor del 25% sobre las ventas. Para las proyecciones, se estima un incremento del margen bruto como consecuencia de una reestructuración operativa de la compañía enfocándose en las divisiones con mayores márgenes de ganancia.

Asimismo, tanto la utilidad operativa como la rentabilidad sobre el patrimonio mantuvieron una tendencia a la baja entre el 2017 y 2019, motivados en primer lugar por el comportamiento del precio del petróleo y luego por la caída en ventas del 2019 por las paralizaciones del mes de octubre. Al cierre del 2020 se estima alcanzar un punto mínimo de ambos indicadores como consecuencia de la pandemia, no obstante, con los cambios implementados por la compañía en su estrategia se espera una tendencia creciente paulatina en el tiempo.

### INDICADORES PROYECTADOS

Como se mencionó, el análisis del perfil financiero incluye, además de los índices calculados reseñados en párrafos anteriores, el estudio de otros parámetros que permiten dar una visión más global de la capacidad de pago de la empresa.

DEUDA NETA	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	AGOSTO 2020
	Actual			Proyectado				Interanual
Obligaciones con entidades financieras CP	7.847	6.622	9.440	3.473	5.925	2.000	4.750	8.465
Obligaciones emitidas CP	783	2.089	1.766	1.165	671	2.106	1.750	1.711
Obligaciones con entidades financieras LP	3.197	2.052	548	2.925	1.500	500	750	97
Obligaciones emitidas LP	721	3.949	2.192	1.028	356	3.750	2.000	1.344
Efectivo y equivalentes al efectivo	3.218	2.867	2.584	2.540	2.305	2.169	2.469	3.186
	9.330	11.845	11.363	6.051	6.148	6.187	6.781	8.432

**Tabla 44:** Evolución deuda neta (miles USD).

**Fuente:** CEPSA S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

En el cuadro se aprecia que los valores de deuda neta, es decir, los valores de la deuda con costo a los que se resta el efectivo y equivalentes de efectivo presentaron una tendencia creciente en el 2018 y se mantuvieron estables para el 2019. Esto se atribuye al incremento de las obligaciones financieras de corto plazo y la colocación de la Cuarta Emisión de Obligaciones en el 2018 y a la amortización de los mismos en el 2019. El cuadro de la Deuda Neta evidencia una mayor concentración de la deuda con costo en el corto plazo para las obligaciones con entidades financieras. Dada la política de liquidez, donde el Emisor opta por mantener elevados montos en la cuenta de efectivo y equivalentes, la Deuda Neta no presentó fluctuaciones considerables en el periodo de análisis, manteniendo una estructura operativa estable. Para años posteriores se estima mantener los valores de efectivo y equivalentes y valores de deuda coherentes con las necesidades de financiamiento. Se debe mencionar que debido a la reestructuración operativa de la compañía, el valor medio de Deuda Neta se reduce de acuerdo con las necesidades de financiamiento del nuevo mix de productos.

INDICADORES	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	AGOSTO 2020
	Actual			Proyectado				Interanual
Deuda Neta	9.330	11.845	11.363	6.051	6.148	6.187	6.781	8.432
Flujo Libre de Efectivo (FLE)	(3.061)	441	(359)	5.630	211	258	(307)	-
Necesidad Operativa de Fondos	19.883	20.004	19.102	12.453	13.200	13.992	15.391	15.553
Años de Pago con EBITDA (APE)	4,5	7,2	25,6	-	4,7	5,5	4,8	-
Años de Pago con FLE (APF)	-	26,9	-	1,1	29,1	24,0	-	-
Servicio de Deuda (SD)	-	6.963	7.400	9.954	3.288	5.097	2.621	9.590
Razón de Cobertura de Deuda DSCRC	-	0,24	-	-	0,39	0,22	0,54	-

**Tabla 45:** Evolución de indicadores.

**Fuente:** CESA S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

Dada la mayor concentración de pasivos en el corto plazo, el indicador de Servicio de Deuda se incrementó entre el año 2018 y 2019, puntualmente por el incremento del gasto financiero y de los pasivos con el Mercado de Valores. Al cierre del año 2020 se estima alcanzar un valor máximo para este indicador por los valores a pagar con entidades financieras, no obstante, a futuro se estima un alivio del Servicio de Deuda por la reestructuración de pasivos al largo plazo.

La generación de flujo operativo de la compañía tuvo valores fluctuantes en el periodo de análisis dado el giro de negocio de la compañía. Ya que CEPSA S.A. otorga crédito directo a sus clientes, el efectivo cobrado frente al efectivo pagado difiere en cuanto a los plazos de crédito otorgados y de las transacciones de venta realizadas cada año. No obstante, dado que es un efecto normal del giro de negocio, CEPSA S.A. mantiene su política de liquidez mencionada anteriormente, para hacer frente a cualquier necesidad en el cortísimo plazo. Para años posteriores se proyectaron valores coherentes con los históricos entre el año 2020 y 2023.

La Necesidad Operativa de Fondos mantuvo un valor constante entre el año 2017 y 2019 alrededor de los USD 20,00 millones debido al giro de negocio del Emisor donde se requieren montos significativos en stock y el otorgamiento de créditos directos a los clientes. Para años posteriores, se estima que este indicador se reduzca por el cambio de estrategia comercial y reestructuración operativa a raíz de la pandemia.

La razón de cobertura de la deuda se define como la utilidad operativa más las depreciaciones y amortizaciones, dividido por el servicio de la deuda, que consiste en los pagos que deben hacerse en el año por concepto de amortizaciones de deudas financieras, junto con el gasto financiero asociado. El cuadro evidencia que la cobertura del servicio de la deuda se vio reducida en función de los menores resultados al 2019 por las paralizaciones de octubre y para el cierre del año 2020 se estima un comportamiento similar por la pandemia. No obstante, conforme la situación económica se reactiva, se proyectan incrementos paulatinos de este indicador.

## CATEGORÍA DE CALIFICACIÓN

## AAA

*Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen excelente capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenece y a la economía en general.*

*El signo más (+) indicará que la calificación podrá subir hacia su inmediato superior, mientras que el signo menos (-) advertirá descenso en la categoría inmediata inferior.*

Conforme el Artículo 3, Sección I, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, la calificación de un instrumento o de un emisor no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo, ni la estabilidad de su precio sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste. Es por lo tanto evidente que la calificación de riesgos es una opinión sobre la solvencia del emisor para cumplir oportunamente con el pago de capital, de intereses y demás compromisos adquiridos por la empresa de acuerdo con los términos y condiciones del Prospecto de Oferta Pública, de la respectiva Escritura Pública de Emisión y de más documentos habilitantes.

El Informe de Calificación de Riesgos de la Cuarta Emisión de Obligaciones CEPSA S.A., ha sido realizado con base en la información entregada por la empresa y a partir de la información pública disponible.

Atentamente,



Ing. Hernán Enrique López Aguirre PhD(c)  
Gerente General

**ANEXOS**

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	AGOSTO 2019	AGOSTO 2020
	Actual			Proyectado				Interanual	
<b>ACTIVO</b>	<b>38.356</b>	<b>41.551</b>	<b>40.474</b>	<b>31.447</b>	<b>31.716</b>	<b>32.136</b>	<b>33.684</b>	<b>41.071</b>	<b>35.234</b>
<b>ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>27.763</b>	<b>30.242</b>	<b>29.098</b>	<b>19.926</b>	<b>20.540</b>	<b>21.303</b>	<b>23.192</b>	<b>29.788</b>	<b>23.981</b>
Efectivo y equivalentes al efectivo	3.218	2.867	2.584	2.540	2.305	2.169	2.469	2.031	3.186
Documentos y cuentas por cobrar clientes no relacionados CP	12.676	15.106	14.747	9.371	9.934	10.530	11.583	14.867	12.429
Inventarios	9.936	9.069	8.699	5.499	5.829	6.179	6.797	9.279	5.989
Inversiones temporales CP	449	1.632	1.419	1.419	1.419	1.419	1.419	1.809	2.411
<b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>10.593</b>	<b>11.309</b>	<b>11.376</b>	<b>11.521</b>	<b>11.176</b>	<b>10.834</b>	<b>10.492</b>	<b>11.283</b>	<b>11.253</b>
Propiedades, planta y equipo	12.485	12.840	12.351	12.351	12.351	12.351	12.351	12.476	12.054
Terrenos	995	995	995	995	995	995	995	995	995
(-) Depreciación acumulada propiedades, planta y equipo	(3.733)	(4.073)	(4.043)	(4.245)	(4.457)	(4.680)	(4.914)	(3.998)	(4.116)
Documentos y cuentas por cobrar clientes relacionados LP	145	624	981	1.329	1.196	1.076	969	881	1.329
<b>PASIVO</b>	<b>18.918</b>	<b>22.421</b>	<b>22.078</b>	<b>14.796</b>	<b>14.803</b>	<b>14.860</b>	<b>16.026</b>	<b>22.238</b>	<b>18.566</b>
<b>PASIVO CORRIENTE</b>	<b>12.187</b>	<b>14.059</b>	<b>16.968</b>	<b>8.536</b>	<b>10.626</b>	<b>8.275</b>	<b>10.914</b>	<b>16.079</b>	<b>14.884</b>
Cuentas y documentos por pagar no relacionadas CP	2.102	3.803	4.047	2.184	2.315	2.454	2.700	2.649	2.666
Cuentas y documentos por pagar relacionadas CP	131	131	160	160	160	160	160	109	126
Obligaciones con entidades financieras CP	7.847	6.622	9.440	3.473	5.925	2.000	4.750	9.871	8.465
Obligaciones emitidas CP	783	2.089	1.766	1.165	671	2.106	1.750	1.914	1.711
<b>PASIVO NO CORRIENTE</b>	<b>6.731</b>	<b>8.362</b>	<b>5.110</b>	<b>6.259</b>	<b>4.177</b>	<b>6.586</b>	<b>5.112</b>	<b>6.159</b>	<b>3.682</b>
Cuentas y documentos por pagar no relacionadas LP	627	368	297	234	248	263	289	292	199
Obligaciones con entidades financieras LP	3.197	2.052	548	2.925	1.500	500	750	925	97
Obligaciones emitidas LP	721	3.949	2.192	1.028	356	3.750	2.000	3.010	1.344
Provisiones por beneficios a empleados LP	1.829	1.658	1.619	1.619	1.619	1.619	1.619	1.597	1.587
<b>PATRIMONIO NETO</b>	<b>19.439</b>	<b>19.130</b>	<b>18.396</b>	<b>16.652</b>	<b>16.913</b>	<b>17.276</b>	<b>17.658</b>	<b>18.833</b>	<b>16.669</b>
Capital suscrito o asignado	343	343	343	343	343	343	343	343	343
Reserva facultativa, estatutaria y otras	537	485	485	485	485	485	485	537	487
Superávit por revaluación	4.191	4.265	4.193	4.193	4.193	4.193	4.193	4.213	4.191
Ganancias o pérdidas acumuladas	13.600	13.742	13.729	13.116	11.371	11.632	11.996	13.742	12.859
Ganancia o pérdida neta del periodo	509	36	(613)	(1.745)	261	364	382	(261)	(1.471)

ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	AGOSTO 2019	AGOSTO 2020
	Actual			Proyectado				Interanual	
Ingresos de actividades ordinarias	43.174	47.304	44.057	27.085	28.710	30.433	33.476	29.578	18.323
Costo de ventas y producción	31.707	35.632	33.436	19.501	20.671	21.912	24.103	22.376	13.843
<b>Margen bruto</b>	<b>11.468</b>	<b>11.671</b>	<b>10.621</b>	<b>7.584</b>	<b>8.039</b>	<b>8.521</b>	<b>9.373</b>	<b>7.202</b>	<b>4.481</b>
(-) Gastos de ventas	(10.008)	(10.619)	(10.698)	(8.582)	(7.265)	(7.913)	(8.484)	(6.922)	(5.454)
<b>Utilidad operativa</b>	<b>1.460</b>	<b>1.053</b>	<b>(78)</b>	<b>(998)</b>	<b>774</b>	<b>609</b>	<b>889</b>	<b>280</b>	<b>(974)</b>
(-) Gastos financieros	(962)	(1.199)	(1.273)	(1.288)	(954)	(669)	(983)	(806)	(661)
Ingresos (gastos) no operacionales neto	312	562	676	542	574	609	670	264	193
<b>Utilidad antes de participación e impuestos</b>	<b>810</b>	<b>416</b>	<b>(674)</b>	<b>(1.745)</b>	<b>394</b>	<b>548</b>	<b>576</b>	<b>(261)</b>	<b>(1.441)</b>
(-) Participación trabajadores	(125)	(62)	-	-	(59)	(82)	(86)	-	-
<b>Utilidad antes de impuestos</b>	<b>685</b>	<b>353</b>	<b>(674)</b>	<b>(1.745)</b>	<b>335</b>	<b>466</b>	<b>489</b>	<b>(261)</b>	<b>(1.441)</b>
(-) Gasto por impuesto a la renta	(177)	(317)	61	-	(74)	(103)	(108)	-	(29)
<b>Utilidad neta</b>	<b>509</b>	<b>36</b>	<b>(613)</b>	<b>(1.745)</b>	<b>261</b>	<b>364</b>	<b>382</b>	<b>(261)</b>	<b>(1.471)</b>
EBITDA	2.079	1.648	443	(478)	1.295	1.129	1.410	634	(650)

ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	AGOSTO 2020
	Actual			Proyectado				Interanual
Flujo Actividades de Operación	(3.061)	441	(359)	5.630	211	258	(307)	6.355
Flujo Actividades de Inversión	(883)	(2.459)	138	(319)	(308)	(298)	(287)	(407)
Flujo Actividades de Financiamiento	3.033	1.667	(61)	(5.356)	(138)	(96)	894	(4.792)
<b>Saldo Inicial de Efectivo</b>	<b>4.578</b>	<b>3.218</b>	<b>2.867</b>	<b>2.584</b>	<b>2.540</b>	<b>2.305</b>	<b>2.169</b>	<b>2.031</b>
Flujo del período	(911)	(352)	(283)	(44)	(235)	(136)	300	1.155
<b>Saldo Final de efectivo</b>	<b>3.667</b>	<b>2.867</b>	<b>2.584</b>	<b>2.540</b>	<b>2.305</b>	<b>2.169</b>	<b>2.469</b>	<b>3.186</b>

La calificación otorgada por GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. está realizada en base a la siguiente metodología, aprobada por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros:

EMISIÓN DE DEUDA, aprobada en mayo 2020

Para más información con respecto de esta metodología, favor consultar: <https://www.globalratings.com.ec/sitio/metodologias/>

GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. a partir de la información proporcionada, procedió a aplicar su metodología de calificación que contempla dimensiones cualitativas y cuantitativas que hacen referencia a diferentes aspectos dentro de la calificación. La opinión de GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. al respecto ha sido fruto de un estudio realizado mediante un set de parámetros que cubren: perfil externo, perfil interno y perfil financiero, generando un análisis de la capacidad de pago, por lo que no necesariamente reflejan la probabilidad estadística de incumplimiento de pago, entendiéndose como tal, la imposibilidad o falta de voluntad de un emisor para cumplir con sus obligaciones contractuales de pago con lo cual los acreedores y/o tenedores se verían forzados a tomar medidas para recuperar su inversión, incluso, a reestructurar la deuda debido a una situación de estrés enfrentada por el deudor. No obstante, lo anterior, para darle mayor validez a nuestras opiniones de calidad crediticia, nuestra metodología considera escenarios de estrés. GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. guarda estricta reserva de aquellos antecedentes proporcionados por la empresa y que ésta expresamente haya indicado como confidenciales. Por otra parte, GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. no se hace responsable por la veracidad de la información proporcionada por la empresa, se basa en el hecho de que la información es obtenida de fuentes consideradas como precisas y confiables, sin embargo, no valida, ni garantiza, ni certifica la precisión, exactitud o totalidad de cualquier información y no es responsable de cualquier error u omisión o por los resultados obtenidos por el uso de esa información. La información que se suministra está sujeta, como toda obra humana, a errores u omisiones que impiden una garantía absoluta respecto de la integridad de la información. GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. emite sus calificaciones y/u opiniones de manera ética y con apego a las sanas prácticas de mercado y a la normativa aplicable que se encuentra contenida en la página de la propia calificadora [www.globalratings.com.ec](http://www.globalratings.com.ec), donde se pueden consultar documentos como el Código de Conducta, las metodologías o criterios de calificación y las calificaciones vigentes.

INFORMACIÓN QUE SUSTENTA EL PRESENTE INFORME	
INFORMACIÓN MACRO	Entorno macroeconómico del Ecuador. Situación del sector y del mercado en el que se desenvuelve el Emisor.
INFORMACIÓN EMISOR	Información cualitativa. Información levantada "in situ" durante el proceso de diligencia debida. Información financiera auditada de los últimos tres años, e interanual con corte máximo dos meses anteriores al mes de elaboración del informe y los correspondientes al año anterior al mismo mes que se analiza. Proyecciones Financieras. Detalle de activos menos deducciones firmado por el representante legal.
INFORMACIÓN EMISIÓN	Documentos legales de la Emisión.
OTROS	Otros documentos que la compañía consideró relevantes.

De acuerdo con el Artículo 5, Sección I, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, la calificación de riesgos de la Emisión en análisis deberá ser revisada semestralmente hasta la remisión de los valores emitidos. En casos de excepción, la calificación de riesgo podrá hacerse en períodos menores a seis meses, ante la presencia de hechos relevantes o cambios significativos que afecten la situación del emisor.