

Ecuador
Emisión de Obligaciones
Tercer seguimiento

Toyota del Ecuador S.A.

Calificación

Tipo Instrumento	Resultado Calificación	Calif. Anterior	Último cambio
I Programa Papel Comercial	AAA	AA	29-Nov-19

Calificación en observación negativa

Calificación Actual: Calificación otorgada en el último comité de calificación.

Calificación Anterior: Calificación del valor hasta antes de que se diera el último cambio de calificación.

Último Cambio: Fecha del Comité de Calificación en el que se decidió el cambio de calificación.

NR: No registra cambio de calificación.

Resumen Financiero

(USD Millones)	2019 (diciembre)	2020 (septiembre)
Activos	87.1	81.2
Ventas	219.4	93.8
Margen EBITDA (%)	4.11%	1.52%
ROE (%) *	20.28%	-13.57%
Deuda / capitalización (%)	77.01%	78.17%
CFO / Deuda Fin CP (X)*	-0.24	0.29
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X)	-0.30	0.30
Deuda Financiera Total Ajustada / EBITDA (x)*	6.98	28.44
Deuda Financiera AJUSTADA sin fin Invent / EBITDA o EBITDAR (x)*	2.99	9.52
Deuda Financiera Total Ajustada/FFO (x)*	20.34	-14.54

*Indicador anualizado para septiembre-2020

Fuente: Toyota del Ecuador S.A.
Elaboración BWR

Contactos:

Carlos Ordoñez, CFA
(5932) 226 9767; Ext. 105
cordonez@bwratings.com

Andrea Coronel
(5932) 226 9767 ext. 108
acoronel@bwratings.com

Fundamento de la calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió mantener la calificación de la I Emisión de Papel Comercial de Toyota del Ecuador S.A. en “AAA” con perspectiva estable y mantener la observación negativa. A pesar de que se han resuelto algunas preocupaciones existentes en el seguimiento anterior respecto a la economía y a la afectación del sector automotriz, todavía existe incertidumbre respecto a la evolución de la crisis sanitaria y las decisiones que tome el nuevo gobierno a elegirse en 2021 respecto al cumplimiento de los acuerdos de financiamiento externo y políticas de comercio exterior, considerando el momento especialmente delicado de la economía ecuatoriana.

La categoría “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 pertenecen y en la economía en general. La calificación otorgada refleja nuestra opinión en cuanto al cumplimiento oportuno del pago del capital e intereses en los términos y condiciones de la emisión calificada y demás compromisos financieros de la empresa.

La calificación utiliza una escala local, la cual indica el riesgo de crédito relativo dentro del mercado ecuatoriano y por lo tanto no incorpora el riesgo de convertibilidad y transferencia. La calificación sí incorpora los riesgos del entorno macroeconómico y de la industria que podrían afectar positiva o negativamente el riesgo de crédito del emisor y/o de la transacción. Cabe indicar que el signo que acompaña la calificación indica una ubicación relativa dentro de la categoría y no una tendencia.

La calificación considera un reconocimiento parcial de soporte de su accionista, Toyota Tsusho Corporation, de Japón, debido a que en nuestro criterio existe un vínculo operativo y estratégico moderado con su asociada local. Cabe indicar que dicho accionista cuenta con una calificación de riesgo crediticio, en escala internacional, de A+ con perspectiva negativa emitida por Standard & Poor’s.

La calificadoradora considera que Toyota del Ecuador S.A. es una empresa madura con amplio conocimiento de su mercado y buenos vínculos con sus concesionarios, que se encuentran relacionados por sus accionistas. La Compañía mantiene un acuerdo firmado con Toyota Motor Corporation que le da el derecho exclusivo de distribución de los productos de la marca Toyota, que presenta una participación de 6.18% con corte septiembre-2020 en el mercado de automotores.

El emisor ha mantenido tradicionalmente resultados operativos positivos derivados de su adecuada gestión administrativa y comercial, que han fluctuado según el entorno operativo local y las regulaciones del sector. En 2020 la Compañía tuvo un paro en sus operaciones de alrededor de dos meses debido a las restricciones impuestas por el Gobierno, como consecuencia de la pandemia que se vive a nivel mundial. Por ello, la Compañía espera un decrecimiento importante en los niveles de ventas en 2020 y una recuperación de estos en el 2021.



En 2020 la Compañía tuvo un paro en sus operaciones de alrededor de dos meses debido a las restricciones impuestas por el Gobierno, como consecuencia de la pandemia que se vive a nivel mundial. Por ello, la Compañía espera un decrecimiento importante en los niveles de ventas en 2020 y una recuperación de estos en el 2021, que dependerá de la evolución de la pandemia y de las decisiones económicas del nuevo gobierno.

Se proyecta una contracción del margen de la Compañía en este año debido a mayores gastos de almacenamiento y registro de obsolescencia de sus inventarios, no obstante, estos factores son coyunturales por la crisis mundial que se vive a causa del virus COVID-19.

Por otro lado, los gastos de operación fijos se diluyen cuando existe una mayor generación. Por la complicada situación que vive el sector automotriz, el emisor tendrá que soportar estos egresos, por lo que se espera una contracción importante del EBITDA.

Dentro de la deuda financiera de la empresa, se encuentran dos créditos con bancos extranjeros, mediante los cuales se financia la compra de inventario. Históricamente su capital se ha renovado, por lo cual la empresa ha requerido únicamente el pago de interés. Adicionalmente, Toyota Tsusho Corporation, accionista de la Compañía, es garante de estas operaciones de crédito y su intención es continuar apoyando en el corto y largo plazo a la Compañía con la garantía otorgada para el acceso a los créditos antes mencionados. Por la pandemia, Toyota Tsusho Corporation ha apoyado a Toyota del Ecuador con financiamiento de inventario, que se espera que se cancele en este año.

Por otro lado, los requerimientos de capital de trabajo generan mayor presión de liquidez y requieren generalmente de endeudamiento de corto plazo adicional. El riesgo de refinanciamiento estaría mitigado por la posición de la empresa en el mercado y la diversificación obtenida a través de las colocaciones en mercado de valores.

La perspectiva de la calificación es estable. A futuro la calificación podría verse afectada si es que, el impacto de la crisis en el sector automotriz y particularmente en el emisor se agravará más de lo esperado y esto afectara a su riesgo de liquidez.

CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN CALIFICADA

A continuación, se presenta un detalle de la emisión calificada en este informe:

I Programa de Papel Comercial	
Emisor:	TOYOTA DEL ECUADOR S.A.
No. de Resolución	1-jul-19
Fecha de Aprobación SCVS	SCVS-IRQ-DRMV-SAR-2019-00005275
Monto Programa	10,000,000
Monto en circulación	8,030,000
Plazo del Programa	720 días
Plazo	359 días
Fecha Vencimiento Programa	20-jun-21
Pago de Capital	Al vencimiento del plazo de la emisión
Cupón de Interés	Cero cupón
Garantía	General
Tipo de emisión	Desmaterializada
Destino de la emisión	100% para reestructuración de pasivos con instituciones financieras.
Calificadora de Riesgos	BankWatch Ratings
Agente Estructurador y Colocador	SILVERCROSS S.A. CASA DE VALORES SCCV
Agente Pagador:	DECEVALE S.A.
Rep. Obligacionistas:	AVALCONSULTING CIA. LTDA.

HECHOS RELEVANTES NIIF 16

La calificación asignada refleja los factores crediticios específicos de la institución y la opinión de la calificadora con respecto a la posibilidad de recibir soporte externo en caso de requerirlo. El marco de la calificación considera los siguientes factores cualitativos claves: Perfil de la industria y entorno operativo, posición de mercado (tamaño/escala), propiedad, gobierno corporativo y administración. El marco de la calificación considera los siguientes factores cuantitativos claves: capitalización y apalancamiento, flexibilidad financiera, desempeño financiero y ganancias, riesgo de inversión y activos, administración de liquidez, suficiencia de reservas y riesgo catastrófico y reaseguros.

ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA

La propagación del virus COVID-19 nacido en Wuhan, China a finales de 2019 ha tenido un fuerte impacto sobre la economía mundial, hábitos de consumo y estilo de vida de la población. El alto nivel de propagación y el desconocimiento de cómo tratar a los infectados obligó a los jefes de estado a tomar medidas

estrictas como el confinamiento y paralización de actividades no prioritarias para evitar el crecimiento exponencial de contagios y con ello la saturación de los sistemas de salud e incremento de víctimas mortales.

El confinamiento obligatorio que inició en marzo-2020 y que se ha ido flexibilizando ha tenido un impacto significativo en la mayoría de las actividades económicas, aunque las áreas de alimentación, salud y las industrias de exportación pudieron seguir produciendo. Adicionalmente, el desplome del precio del petróleo tiene un impacto directo para Ecuador, tanto en su balanza comercial como en el presupuesto general del Estado, que fue construido con base en un precio promedio estimado de USD 51 por barril. Según el Ministro de Energía y Recursos Renovables, por cada dólar que baja el precio Ecuador pierde USD 500,000 por día. El Gobierno prevé una reducción en la balanza comercial petrolera de USD 3,242 millones. A esto se suma la rotura a inicios de abril de un tramo tanto del Sistema de Oleoducto Transecuatoriano (SOTE) como del OCP, que provocó la paralización de los dos sistemas de bombeo de crudo y derivados por un mes. Se destaca la recuperación del precio del petróleo por la mayor demanda de crudo consecuente la reactivación de actividades a nivel global. A septiembre de 2020, el precio del barril de petróleo WTI se ubicó en USD 41.77.

La crisis ha tenido una afectación importante en la producción, empleo y consumo global. En junio el FMI empeoró la estimación de la contracción que tendrá en 2020 la economía mundial a -4.9%, debido a un impacto mayor de lo previsto de la pandemia en la actividad del primer semestre del año. En 2021 se espera una recuperación de 5.4%, que podría variar dependiendo de la evolución del virus. En el caso de Ecuador, el Banco Central del Ecuador estima que la economía se contraerá un 8.14% y el FMI proyecta un 10.9% de decrecimiento.

Según datos de las Cuentas Nacionales publicados por el Banco Central del Ecuador (BCE), en el segundo trimestre de 2020 el Producto Interno Bruto (PIB) decreció en 12.4% con respecto al mismo período en 2019, la mayor caída trimestral observada desde el 2000. Sin embargo, este decrecimiento fue menor al que sufrieron otros países de la región en el segundo trimestre de 2020.¹

El 28 de agosto del 2020 Ecuador se cerró el canje de 10 bonos globales por tres nuevos bonos con un

¹ <https://www.bce.fin.ec/index.php/boletines-de-prensa-archivo/item/1383-la-economia-ecuatoriana-decrecio-12-4-en-el-segundo-trimestre-de-2020>

interés promedio de 5.3%. Esta operación de reperfilamiento de deuda externa amplía los plazos de vencimiento a los años 2030, 2035 y 2040, además de reducir significativamente el servicio de la deuda en los próximos 10 años.

El mismo día, el Gobierno anunció un nuevo acuerdo (tipo Facilidad de Financiamiento Extendido) entre Ecuador y el Fondo Monetario Internacional para acceder a un programa de crédito de USD 6,500 millones. El acuerdo fue aprobado por el FMI el 30 de septiembre de 2020 y tiene una duración de veintisiete meses. Ecuador tendrá un plazo de diez años para repagar el capital, con cuatro años de gracia. La tasa de interés sería cercana al 2.9%. El programa de desembolsos es el detallado a continuación:

- USD 4,000 millones en 2020.
- USD 1,500 millones en 2021.
- USD 1,000 millones en 2022.

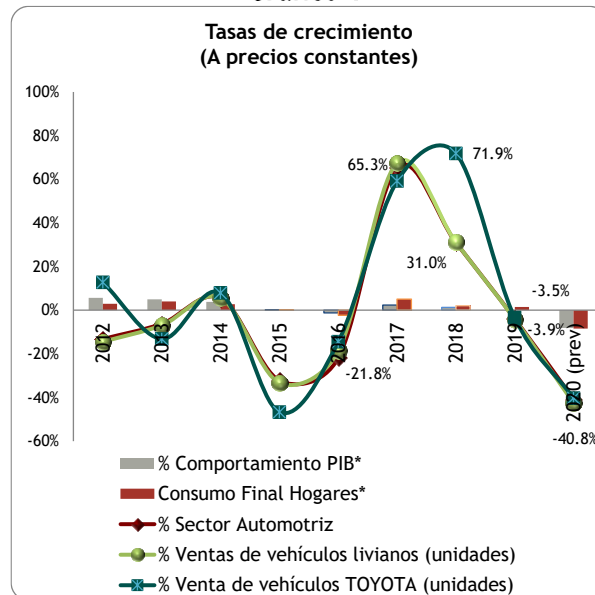
El dinero del Fondo Monetario Internacional (FMI) permitirá el cumplimiento ordenado de pagos atrasados, fortalecerá los programas de crédito de reactivación e incrementará la protección social a través de la inclusión, hasta fines del 2021, de más de 400,000 familias pobres al bono de desarrollo humano y al bono de desarrollo humano variable.²

El 03 de septiembre, Fitch eleva la calificación de RD ("default restringido") a B-, considerando los eventos que han ayudado a Ecuador a mitigar una crisis de financiamiento soberano en el corto plazo.

Con respecto al sector automotriz, desde el año 2012 este ha sido fuertemente regulado debido al interés del Gobierno de reducir las importaciones. Los controles implementados incluyen normas técnicas que aumentan el costo de los vehículos, mayores impuestos y, hasta 2016, cupos de importación. Esto, sumado a un entorno económico complicado, explica la contracción de las ventas (en unidades) del mercado automotriz ecuatoriano en 21.8% en 2016.

En el 2017, el sector automotor ecuatoriano mostró un mayor dinamismo debido al Acuerdo Comercial con la Unión Europea, la eliminación del sistema de cupos establecido en la Resolución 50 de Comex y el hecho de que el Impuesto al Valor Agregado (IVA) volvió al 12% a partir de junio-2017. Según datos oficiales de la AEADE con corte diciembre 2017, se comercializaron 105,077 unidades (63,555 unidades vendidas en 2016), equivalente a un crecimiento del 65.3%.

Gráfico 1



*PIB a precios constantes

Fuente: BCE y AEADE

Elaboración: BWR

En el año 2018, el crecimiento del sector fue de 31% respecto al 2017 con un total de 137,615 unidades vendidas. En 2019, las ventas se contrajeron un 3.9%, con un total de 132,208 unidades vendidas debido a que la demanda que se encontraba rezagada fue en su mayoría cubierta en años anteriores y a la contracción de la economía. El parque automotor ecuatoriano en 2019 fue de 2,259,104 unidades livianas, con una edad promedio de 16.1 años.

La contracción en el consumo y demanda de automóviles, un menor empleo adecuado y la tendencia de teletrabajo para puestos administrativos y directivos ha afectado fuertemente al sector automotor. Inicialmente, la AEADE proyectaba un 10% de caída anual de sus ventas, no obstante, por la coyuntura actual que vive el país se espera una caída del 41% de las ventas para el 2020, con 78,225 vehículos comercializados en este año.

Con corte septiembre-2020, se registra una caída interanual del 43% en la comercialización de vehículos (57,103 unidades hasta septiembre-2020 frente a 100,238 unidades hasta septiembre-2019).

Actualmente la industria genera un total de 171,118 empleos. Debido a la crisis provocada por el COVID-19, el sector automotor estima al momento una pérdida del 10% de los empleos.

²

<https://www.elcomercio.com/actualidad/desembolso-fmi-ecuador-acuerdo-economia.html>

La AEADE propuso a inicios de junio del presente año el Plan de Reactivación Económica del Sector Automotor³, que busca proteger el empleo que genera la cadena automotriz, y la generación de tributos del sector. La propuesta considera los siguientes puntos:

- Promover al vehículo como un espacio seguro para evitar el contagio del COVID-19.
- Una reforma tributaria para disminuir el ICE y los aranceles.
- Mejorar la calidad de combustibles.
- Impulsar el plan de chatarrización y mejorar la competitividad.
- Facilitar el acceso a financiamiento para adquirir vehículos, establecer líneas de crédito y fideicomisos de garantía.
- Simplificación y automatización de trámites.
- Desarrollo de espacios virtuales de comercialización.

Para tratar de impulsar las ventas, la AEADE realizó en el mes de agosto, una feria virtual donde participaron 34 marcas de vehículos livianos, 12 de vehículos comerciales, 5 de motos, entre otras. La feria recibió la visita virtual de cerca de 20,000 usuarios.

Por otro lado, China se convirtió en este año en el principal proveedor de vehículos comercializados en el Ecuador, con una participación del 26% del mercado, seguido por Colombia (13%), Corea del Sur (11%), México (9%), la Unión Europea (6%) y Japón (6%).

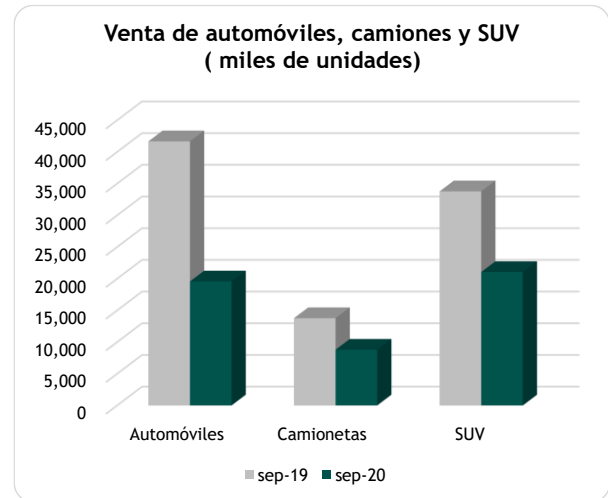
La cuota de vehículos ensamblados en Ecuador se ubica en 15% con 9,011 vehículos comercializados hasta septiembre-2020 (en el mismo periodo del año anterior se comercializaron 20,269 vehículos ensamblados en el país). Esta contracción se debe a los dos meses en las que se cerraron las plantas en Ecuador debido al confinamiento obligatorio.

La industria del mercado automotor que nos compete en este análisis es la del subsector de vehículos livianos (automóviles, camionetas y SUV). Como se puede apreciar en el gráfico 1, este subsector sufrió una menor contracción que el mercado automotor en general, con un decrecimiento del 16.7% en 2016. En 2017 y 2018 el incremento de unidades vendidas es 69.3% y 30.5% respectivamente. En 2019, el subsector decrece un 4.5% y se espera una contracción del 43% en el 2020.

El número de unidades vendidas en este subsegmento hasta septiembre-2020 ascienden a 49,397 vehículos frente a los 89,207

correspondiente al mismo periodo del año anterior, esto significa un decrecimiento interanual del 45%.

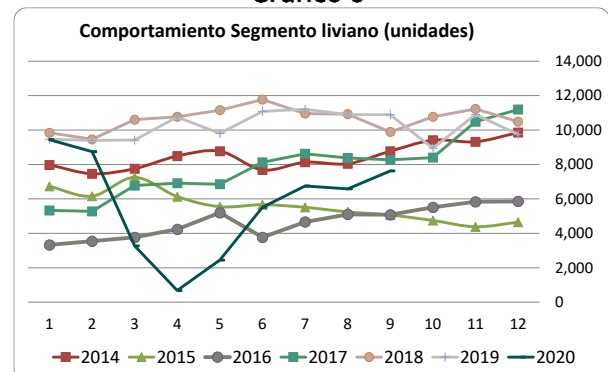
Gráfico 2



Fuente: AEADE
Elaboración BWR

En el gráfico siguiente se puede observar el comportamiento que ha tenido el subsector de vehículos livianos desde el año 2014, tomando en cuenta las ventas mensuales de cada año.

Gráfico 3



Fuente: AEADE
Elaboración BWR

A medida que las empresas retornen a sus actividades normales, el mercado automotriz se reactivará paulatinamente, sin embargo, a esta industria le tomará más tiempo volver a los niveles normales de operación. La evolución del sector dependerá de las decisiones del Ejecutivo respecto a las importaciones y la evolución de la balanza de pagos. Cabe indicar que el sector de vehículos livianos se ha visto históricamente más afectado por dichas medidas que el de buses y camiones, por estar este último asociado principalmente a actividades productivas.

³ <https://automagazine.ec/sector-automotor-cuenta-con-plan-de-reactivacion-propuesto/>

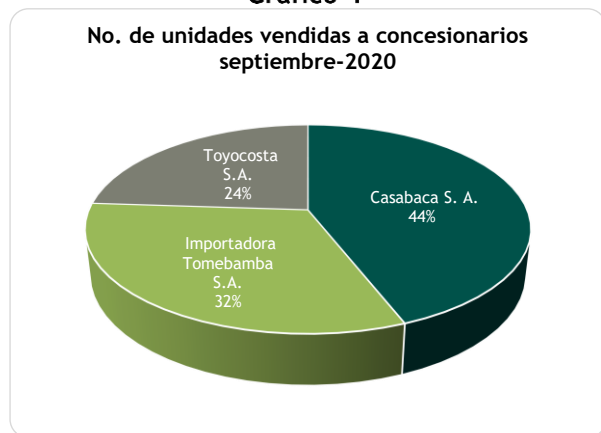
PERFIL DE LA COMPAÑÍA

Toyota del Ecuador S.A. es una sociedad anónima constituida en el Ecuador el 2 de marzo de 2007, y distribuidor exclusivo para el Ecuador de productos Toyota. La actividad principal es la venta al por mayor de todo tipo de vehículos, repuestos y accesorios, así como otros productos de la marca Toyota a concesionarios específicos en el Ecuador con los cuales ha firmado contratos de concesión.

Toyota del Ecuador S.A. mantiene un acuerdo firmado con Toyota Motor Corporation que le da el derecho de uso exclusivo de distribución de los productos Toyota.

Mantiene acuerdos firmados con Toyocosta, Importadora Tomebamba S.A. y Casabaca S.A., a través de los cuales las mencionadas compañías se constituyen en concesionarios no exclusivos de los productos Toyota para el territorio ecuatoriano y Toyota del Ecuador S.A. se compromete a abastecer de productos Toyota. Los acuerdos tienen una vigencia de tres años con renovación, previa comunicación de Toyota del Ecuador S.A. El 1 de abril de 2019, los contratos suscritos fueron renovados por un período de tres años.

Gráfico 4



Fuente: Toyota del Ecuador S.A.
Elaboración: BWR

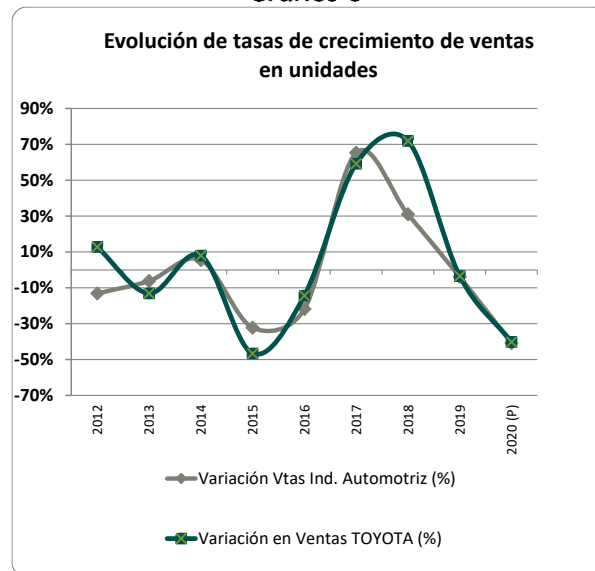
Cuenta con 94 empleados y sus oficinas se ubican en la ciudad de Quito. A la fecha de corte de este informe no se han presentado problemas laborales ni se ha conformado Comité de Empresa.

Su principal proveedor es Toyota Tsusho Corporation, quien les provee los automóviles para que estos a su vez sean comercializados mediante los concesionarios autorizados.

En el gráfico 5 se puede apreciar el importante efecto de las restricciones legales aplicadas desde el 2012 hasta el 2016 en el número de vehículos vendidos por el sector y el emisor. En un mercado regulado, el ensamblaje local tenía menores restricciones, por lo que la marca líder, Chevrolet,

quien ensambla en el país aproximadamente el 80% de sus productos, se vio beneficiada. Sin embargo, observamos que su participación en el mercado ha ido disminuyendo (30.67% en septiembre-2019, 20.56% a septiembre-2020), pues los vehículos importados han ganado mayor parte del mercado.

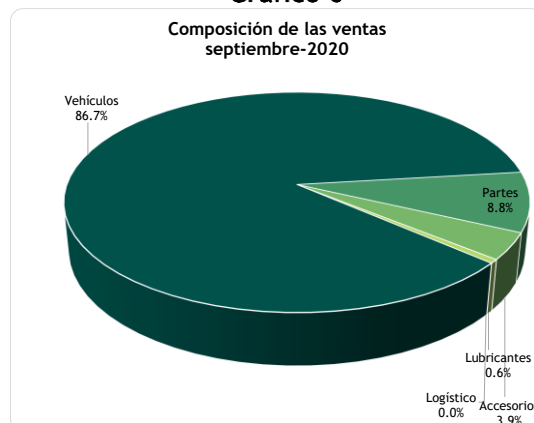
Gráfico 5



Fuente: Toyota del Ecuador S.A.
Elaboración: BWR

A la fecha de corte, la marca Toyota posee un 6.18% del mercado automotriz frente a un 5.86% que mantenía a sep-2019. La Compañía enfrenta una fuerte competencia en sus áreas de negocio, por lo que permanentemente adapta estrategias de negocio y nuevos modelos para satisfacer la demanda de sus actuales y potenciales clientes.

Gráfico 6



Fuente: Toyota del Ecuador S.A.
Elaboración: BWR.

ESTRUCTURA DEL GRUPO

Toyota del Ecuador S.A. no forma parte de ningún grupo empresarial, aunque mantiene operaciones comerciales con empresas relacionadas por accionistas.

ACCIONISTAS Y SOPORTE

A septiembre-2020 el patrimonio de Toyota del Ecuador S.A. es de USD 15.1MM, y de este el 66% corresponde a capital social.

Las acciones están distribuidas de la siguiente manera:

Accionista	Nacionalidad	Capital (USD)	
		Miles)	% Participación
TOYOTA TSUSHO CORPORATION	Japón	3,334	33.33%
CORPORACION CASABACA HOLDING S.A.	Ecuador	3,334	33.33%
IMPRITSA S. A.	Ecuador	3,334	33.33%
CAPITAL SOCIAL		10,002	100.00%

Los accionistas de la Compañía son Casabaca Holding S.A., Impritsa S.A. y Toyota Tsusho Corporation, con una propiedad del 33.33% cada uno.

La calificación asignada a Toyota del Ecuador S.A., considera un beneficio parcial de soporte que podría estar disponible, a través de Toyota Tsusho Corporation, con calificación de riesgo crediticio, en escala internacional, de A+ con perspectiva negativa emitida por Standard & Poor's otorgada el 31 de marzo de 2020. Consideramos que, en caso de necesitarlo, el accionista tendría una elevada capacidad y una moderada voluntad de otorgar soporte hacia la operación local, dado el vínculo reputacional por el uso de marca, y la integración operativa y estratégica existente.

El Grupo Toyota Motor Corporation lleva a cabo sus negocios a nivel mundial con más de 50 fábricas repartidas en 26 países y regiones. El Grupo Toyota mantiene principalmente dos segmentos de negocios: la venta de automóviles, accesorios y partes, y servicios financieros.

Se espera que las ventas de vehículos del Grupo en América del Sur y Central, Oceanía, África y Medio Oriente sean cada vez más importantes para la estrategia comercial de Toyota Motor Corporation, el Grupo planea desarrollar nuevos productos que satisfagan las demandas específicas de cada región.

Toyota Tsusho Corporation tiene el derecho de mocionar al Presidente Ejecutivo de Ecuador, por lo cual mantiene control sobre la dirección de la operación local. Adicionalmente, mantiene el control de las inversiones puesto que debe aprobar las que superen el millón de dólares.

Como parte del vínculo que mantiene Toyota del Ecuador S.A. con su relacionada del exterior, las decisiones comerciales las maneja Toyota Tsusho Corporation desde Japón, es decir la cantidad y el tipo de modelo de vehículos los envía Japón de acuerdo con los reportes de Toyota del Ecuador S.A., así como el plan de ventas del año. Una vez

aprobado, se realiza la planificación de ventas mensual y se estima el plan de compras para ser enviado a Toyota Tsusho Corporation para que dicha entidad redirija el pedido a las fábricas de las cuales se realizarán las importaciones.

Las estrategias de mercadeo desarrolladas por Toyota del Ecuador S.A siguen lineamientos corporativos en cuanto a uso de la marca, pero siempre se personaliza para el mercado ecuatoriano y se hace un trabajo en conjunto con los concesionarios. Esporádicamente como parte del control de los procesos de ventas, postventa y mercadeo el personal de Toyota Tsusho Corporation visita los concesionarios.

Toyota del Ecuador S.A. mantiene operaciones financieras de crédito con Sumitomo Mitsui Banking Corp y MUFG BANK (EUROPE) N.V., bancos del exterior e instituciones no relacionadas. Estos créditos, a la fecha de corte representan el 54.5% del pasivo total, son garantizados por Toyota Tsusho Corporation.

La reportería la realiza Toyota del Ecuador S.A. a Toyota Tsusho Corporation de manera mensual más un reporte anual de nuevos activos e inversiones, dividendos y el reporte de cifras financieras.

Actualmente, la Compañía no cuenta con una política establecida de reparto de dividendos, los accionistas toman la decisión a su discreción según las circunstancias y siempre que no existan restricciones de hacerlo.

En 2017 se pagaron USD 1.3MM de dividendos, en 2018 USD 3.8MM, en 2019 USD 4.8MM. En 2020, se declaró USD 1.9MM como dividendo a repartir, sin embargo, este se pagará hasta finales de año para salvaguardar la liquidez de la Compañía. El reparto de dividendos ha fluctuado entre 96.8% y 87% entre 2015 y 2019 de los resultados generados.

GOBIERNO CORPORATIVO

Consideramos que los órganos administrativos del emisor, la calificación de su personal y los sistemas de administración y planificación son adecuados y al momento no representan riesgos significativos en relación con la capacidad de pago del emisor.

La administración de la Compañía está conformada por profesionales calificados con una trayectoria técnica, comercial y operativa importante. Se puede destacar que dentro de los accionistas, directores y gerentes se encuentran personas que tienen más de cinco años de experiencia en la Compañía.

La Compañía se encuentra gobernada por la Junta General de Accionistas y administrada por el



Directorio, Presidente del Directorio y el Presidente Ejecutivo.

La Junta General de Accionistas, máxima instancia de Gobierno se reúne ordinariamente una vez al año para supervisar la evolución del negocio. Además, se realizan Juntas Generales Extraordinarias, en cualquier época del año, donde se tratan temas puntuales.

El Directorio de la Compañía está conformado por tres directores principales y seis directores suplentes que representan los intereses de los accionistas. El Directorio se reúne mensualmente y dentro de los estatutos se establece que una misma persona no podrá ser a la vez Director y Presidente Ejecutivo de la Compañía.

El Presidente Ejecutivo es elegido por el Directorio y tiene como parte de sus funciones la representación legal de la Compañía, administrar a la Compañía de conformidad con las instrucciones y decisiones del Directorio, presentar anualmente un informe relativo a su gestión al Directorio, entre otras. El 26 de junio, 2020 se integró a esta labor el Sr. Hiroshi Kitahara quien tiene una amplia experiencia y conocimiento del negocio y del sector.

En cuanto a los órganos de fiscalización y control, la Junta General de Accionistas nombró en 2020 un Comisario Principal y un Comisario Suplente, que vigilan las operaciones sociales, y son independientes de la Administración.

Toyota del Ecuador S.A. mantiene pólizas de seguro que cubren el riesgo de sus instalaciones, muebles, enseres, vehículos, equipos de oficina y mercadería. Además, mantiene pólizas de transporte para sus importaciones.

La empresa genera información financiera oportuna, consistente y clara, y es auditada a fin de cada año por firmas de reconocido prestigio.

Las provisiones de jubilación y desahucio se realizan en función de los estudios actuariales realizados por profesionales independientes.

La Compañía cuenta con lineamientos estratégicos, y un presupuesto anual elaborado por el Jefe de Presupuestos y Tesorería que se revisa periódicamente en el Directorio. Tanto el presupuesto como las fuentes de financiamiento deben ser aprobadas por Toyota Tsusho Corporation.

Toyota del Ecuador S.A. cuenta con un plan estratégico que se enfoca en el posicionamiento, la oferta y desarrollo de la marca Toyota para el mercado ecuatoriano. La estrategia que la Compañía aplicará frente a la pandemia COVID-19 es la de retención para que actuales clientes adquieran los últimos modelos de la marca.

Dentro de sus principales objetivos para 2020 se encuentra vender todos los modelos de este año, invertir en campañas de marca que les permita crecer las ventas al por mayor y aplicar la campaña "tradein" para mejorar el valor de recompra de modelos antiguos y que esto pueda dinamizar la venta de nuevos vehículos.

En cuanto a la infraestructura informática, la Empresa cuenta con varios aplicativos para administrar la gestión contable, financiera, administrativa y comercial.

PERFIL FINANCIERO

Presentación de Cuentas

Para el presente análisis se utilizaron los estados financieros individuales de Toyota del Ecuador S.A., auditados por firma PricewaterhouseCoopers del Ecuador Cía. Ltda. para el 2015 y 2016 por la firma Ernest & Young Ecuador E&Y Cía. Ltda. y por la firma Deloitte & Touche para el 2017, 2018 y 2019. Dichos informes no contienen observaciones respecto a la razonabilidad de su presentación bajo normas NIIF. También se han analizado los estados financieros directos con corte septiembre-2020.

Hemos recibido por parte del emisor las proyecciones actualizadas de los estados financieros para el año 2020, 2021 y 2022, que incorporan las expectativas sobre el manejo del capital de trabajo y las inversiones de capital (CAPEX) planificadas a futuro. La calificadora ha sensibilizado dichas proyecciones con el fin de incorporar su propia visión y expectativas.

Gestión Operativa y Tendencias

A pesar de las complicadas condiciones del sector automotriz ecuatoriano, Toyota del Ecuador S.A. ha logrado mantener en los últimos años una generación operativa positiva, lo que refleja una adecuada gestión administrativa y comercial.

Luego de una recuperación importante de ventas en 2017 y 2018, los ingresos en 2019 decrecieron un 9.8% por el deterioro del entorno económico del país.

Con corte septiembre-2020, las ventas de la Compañía se contraen interanualmente en dólares un 43.1%, afectadas por la paralización de actividades no estratégicas que se decretó en el mes de marzo y que ha ido flexibilizándose en las distintas provincias del país.

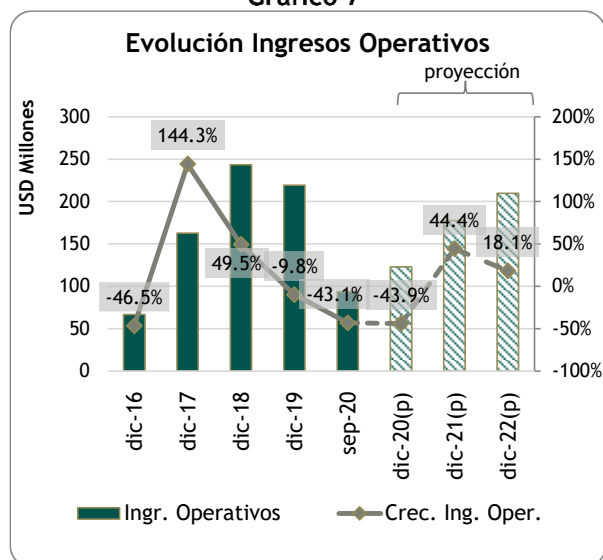
Tomando en consideración la paralización que tuvo la operación de la Compañía, se prevé que los ingresos operativos se contraigan un 43.9% frente a lo generado en el año 2019 y que asciendan a USD 122.9MM. Los supuestos de esta proyección consideran la venta de 4,700 vehículos

frente a los 7,866 que se comercializaron en 2019.

Es importante mencionar que, hasta el mes de septiembre se han vendido 3,527 unidades y el número de vehículos a comercializar proyectados en el último trimestre del año considera una contracción del 39% frente a las unidades vendidas en el mismo periodo del año anterior. De igual manera, la proyección considera menores ingresos de las otras líneas de negocio (lubricantes, partes y accesorios) por las nuevas modalidades de trabajo que se han adaptado.

Para el año 2021, la proyección considera una recuperación del 44.5% en sus ingresos, suponiendo que en dicho año no se repita el período de confinamiento obligatorio, con lo cual los ingresos de ese año podrían llegar a USD 177MM. La calificadora considera que estos supuestos son factibles, aunque su cumplimiento depende en gran medida de la evolución del virus, nuevos rebrotes y la evolución del entorno operativo.

Gráfico 7



Fuente: Toyota del Ecuador S.A.
Elaboración BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

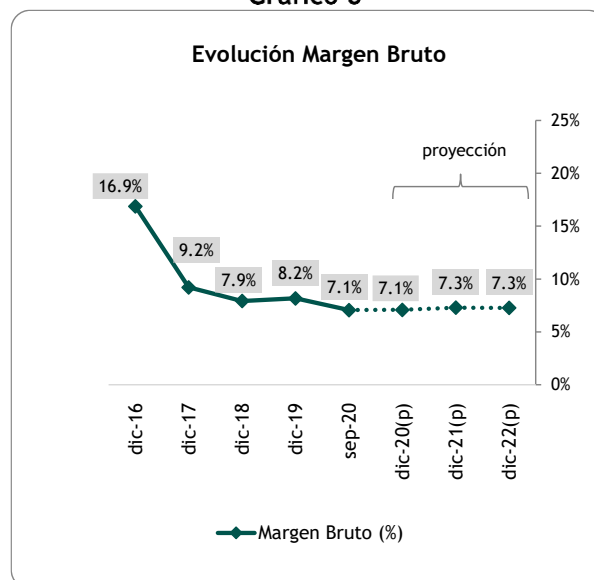
El margen bruto se muestra volátil dentro del periodo analizado, el mismo se fortaleció en 2016 (16.9%), sin embargo, se contrajo significativamente en 2017, 2018 y 2019 (9.2%, 7.9% y 8.2% respectivamente) debido a la presión competitiva existente por la apertura del mercado, y que requirió la aplicación de estrategias de precio y un cambio en la mezcla de productos.

A la fecha de corte, el margen se ubica en 7.07% frente al 8.23% presentado en septiembre-2019. Para el 2020, esperamos que el margen bruto sea de 7.09% pues la Compañía tiene que asumir el costo de almacenamiento de los vehículos no nacionalizados para la venta y el registro de la obsolescencia de los repuestos que mantiene en su inventario. Para el 2021, la proyección supone que

estos costos no se repitan y que se comercialicen vehículos con mayor margen, con lo que este mejoraría a 7.29%.

La división de vehículos aporta con mayor volumen de facturación, pero los mayores márgenes porcentuales provienen de la venta de repuestos y accesorios.

Gráfico 8

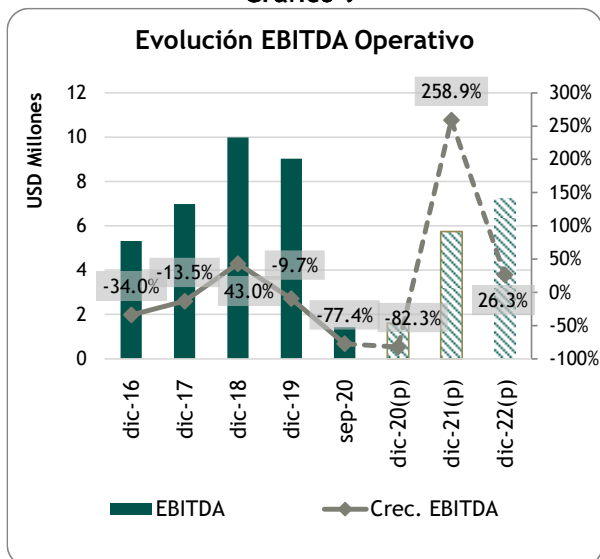


Fuente: Toyota del Ecuador S.A.
Elaboración BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

En 2018 existió una recuperación importante en términos absolutos del EBITDA derivado del importante crecimiento en ventas y el hecho de que los gastos de operación fijos se diluyen en una mayor generación a pesar de que estos mostraron un incremento interanual en dólares del 18.6%. Por otro lado, el EBITDA decrece un 9.7% en 2019, debido a los menores ingresos operativos generados en ese año.

De igual manera, a la fecha de corte el EBITDA decrece un 77.4% debido a la contracción interanual de los ingresos y esperamos que, debido a los menores ingresos por la paralización de actividades dada a causa de la pandemia, este se contraiga un 82.3% en 2020. La Compañía tiene una estructura de costos fijos importantes que deben ser cubiertos a pesar de las menores ventas que se espera en este año.

Gráfico 9



Fuente: Toyota del Ecuador S.A.
Elaboración BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

Para el 2021, la mayor generación y margen harán que el EBITDA se recupere, sin embargo, este será parecido al presentado en el 2016, que fue uno de los años más complicados para la industria y el emisor.

Estructura del balance

ACTIVOS

	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	sep-20
Total Activo Corriente	90%	91%	92%	92%	91%
Fondos Disponibles	18%	11%	12%	5%	11%
Inversiones corto plazo	11%	5%	15%	2%	0%
CxC Comerciales	16%	26%	18%	27%	19%
Inventarios Neto	38%	45%	42%	50%	53%
Gastos anticipados	6%	3%	4%	7%	7%
Otros activos corrientes	1%	1%	1%	1%	1%
Total Activo No Corriente	10%	9%	8%	8%	9%
Propiedad, planta y equipo	9%	8%	7%	6%	6%
Propiedades de inversión	0%	0%	0%	0%	0%
Activos Intangibles y Diferido	1%	1%	1%	1%	1%
Otros activos	0%	1%	1%	1%	2%
Total Activo	100%	100%	100%	100%	100%

PASIVO Y PATRIMONIO

	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	sep-20
Total Pasivo Corriente	74%	74%	77%	74%	79%
Deuda Financiera CP	69%	60%	71%	69%	66%
Deuda Comercial	1%	7%	0%	0%	7%
Pasivo por arrendamiento op	0%	0%	0%	0%	0%
Otros Pasivos CP	4%	6%	5%	4%	6%
Total Pasivo LP	1%	1%	1%	5%	2%
Deuda Financiera LP	0%	0%	0%	3%	0%
Otros pasivos LP	1%	1%	1%	1%	2%
Pasivo por arrendamiento op	0%	0%	0%	0%	1%
PATRIMONIO	25%	26%	22%	22%	19%
Total Pasivo y Patrimonio	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Toyota del Ecuador S.A.

Elaboración: BWR

Debido a la naturaleza del negocio del emisor, la mayoría de sus activos son corrientes. El 53% corresponde a inventarios de vehículos y repuestos y el 19% son cuentas por cobrar comerciales a los concesionarios Toyota. La estructura de financiamiento se considera adecuada ya que el patrimonio cubre el 19% del

activo total. Por último, cabe indicar que, de la deuda financiera de corto plazo, el 67% corresponde a créditos del exterior garantizados por Toyota Tsusho Corporation, que históricamente no han requerido repago de capital.

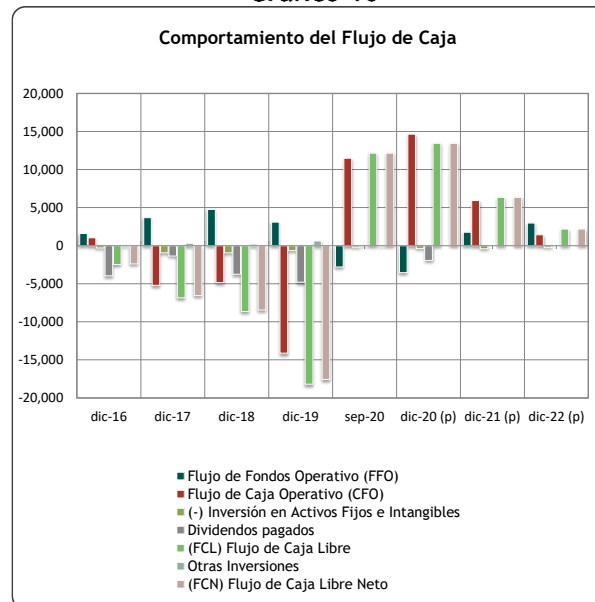
Flujo de caja, endeudamiento y tendencias

Si bien la generación operativa medida por el Flujo de Fondos Operativo (FFO) ha mantenido una tendencia histórica positiva, el flujo de caja operativo (CFO) en 2017, 2018 y 2019 fue negativo en USD 5.2MM, USD 4.9MM y USD 14.1MM, respectivamente debido principalmente a requerimientos de inventario y cuentas por cobrar comerciales.

Por la actividad de tipo comercial y la madurez del negocio, Toyota del Ecuador S.A. no ha requerido inversiones significativas de CAPEX y se han pagado dividendos según las instrucciones de la Junta General de Accionistas, con ello el FCL (Flujo de Caja Libre) en 2017,2018 y 2019 fue negativo por USD -6.8MM, USD -8.6MM y USD -18.2MM respectivamente.

Con corte septiembre-2020, observamos que la Compañía presenta un CFO positivo (USD 11.4MM) que se genera por la recaudación de cuentas por cobrar, liberación de inventarios y el financiamiento recibido de los proveedores. El crédito de proveedor para adquisición de inventarios se pagará en el mes de noviembre.

Gráfico 10



(X) Indicador en veces

Fuente: Toyota del Ecuador S.A.

Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

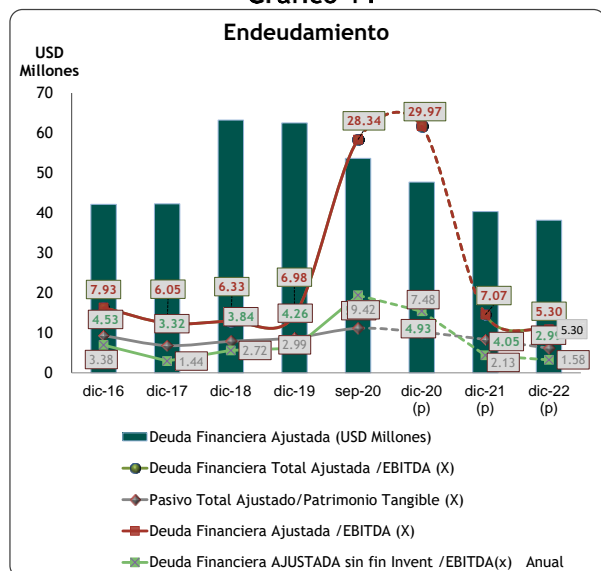
Para finales de año esperamos que la Compañía presente un CFO de USD 14.6MM debido a la liberación de cuentas por cobrar, inventarios y anticipos a proveedores.

En función del comportamiento de las inversiones de capital históricas, se ha considerado un estimado hasta fin de año de USD 355M (USD 201M a septiembre-2020). Además, se pagarán hasta finales de año USD 1.9MM como dividendos a los accionistas. Tomando en consideración lo mencionado, para finales del 2020 el flujo de caja libre sería de USD 13.4MM que les permitiría reducir la deuda y que esta sea de USD 47.7MM hasta finales año.

La política de cobro se ubica en promedio en 35 días y respecto al inventario, la empresa busca mantener un nivel que cubra al menos 60 días de ventas. No obstante, por la coyuntura actual que se vive a nivel mundial proyectamos que los días de inventario para finales del 2020 sean cercanos a 123 días y de 62 días para el 2021.

Históricamente la Compañía casi no presentaba cuentas por pagar comerciales, no obstante, a la fecha de corte se registra USD 5.8MM otorgado como financiamiento de inventario recibido de Toyota Tsusho Corporation. Adicionalmente, tiene créditos con dos bancos extranjeros (Sumitomo Mitsui Banking Corporation y MUFG Bank (Europe) NV) mediante los cuales se financia la compra de inventario. El monto de esta línea es de USD 36MM, su última renovación se realizó en febrero-2020 y se encuentra utilizada en su totalidad. Estas líneas se encuentran vigentes desde el 2008 y se han renovado siempre sin requerir el pago de capital, sino únicamente intereses.

Gráfico 11



(X) Indicador en veces

Fuente: Toyota del Ecuador S.A.

Elaboración BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

Adicionalmente, Toyota Tsusho Corporation, accionista de la Compañía, es garante de estas operaciones de crédito y su intención es continuar apoyando en el corto y largo plazo a la Compañía

con la garantía otorgada para el acceso a los créditos antes mencionados.

En el caso de que estas líneas se cierren, existe la intención y capacidad de Toyota Tsusho Corporation de otorgar un financiamiento como proveedor para la Compañía.

Con los antecedentes antes expuestos se procedió a considerar la parte de esta deuda que cubre el monto del inventario como financiamiento de proveedores para efectos del análisis de la cobertura del endeudamiento. Con ello, el indicador Deuda financiera Total Ajustada sin considerar el financiamiento de inventario sobre EBITDA fue de 2.72 veces con corte diciembre-2018 y de 2.99 veces en diciembre-2019.

Para el 2020 y 2021, esperamos que este indicador se ubique en 7.48 veces y 2.13 veces respectivamente. Es importante mencionar que el indicador que se espera en el 2020 es coyuntural y se debe principalmente a la menor generación operativa que se espera en este año. Para el año 2022, la deuda que mantienen con los dos bancos extranjeros y garantizada por Toyota Tsusho le sería suficiente para manejar su capital de trabajo.

Nuevas medidas gubernamentales encaminadas a restringir las importaciones o condiciones más rigurosas para acceder a la financiación de vehículos podrían presionar la generación y los indicadores de endeudamiento respecto a lo esperado, aunque esperamos también que la probable liberación de capital de trabajo en dichos escenarios permita liberar recursos para su disminución.

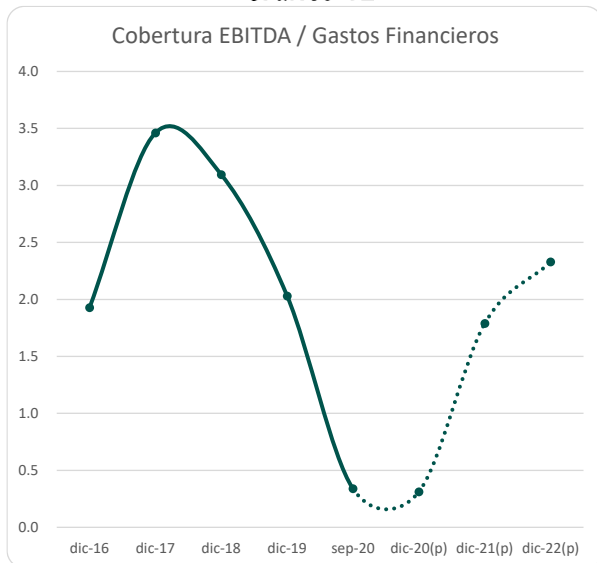
Capacidad de Pago y Liquidez

El gráfico 12 muestra que la generación de la empresa frente al gasto financiero de cada período históricamente le ha otorgado cierta flexibilidad para enfrentar circunstancias adversas de mercado.

No obstante, la cobertura del gasto financiero disminuye de manera importante a la fecha de corte y esperamos que dicha relación se ubique en 0.3 en 2020 y 1.8 veces en 2021. Sin embargo, estas necesidades se podrán cubrir mediante la liberación de flujo de capital de trabajo.

La Compañía actualmente tiene como meta tener una caja mensual de USD 2MM para su operatividad normal. A la fecha de corte la Compañía mantiene una caja de USD 8.7MM, que se encuentra como inversiones temporales y depósitos bancarios. En general la liquidez de la Compañía ha sido ajustada en los últimos años.

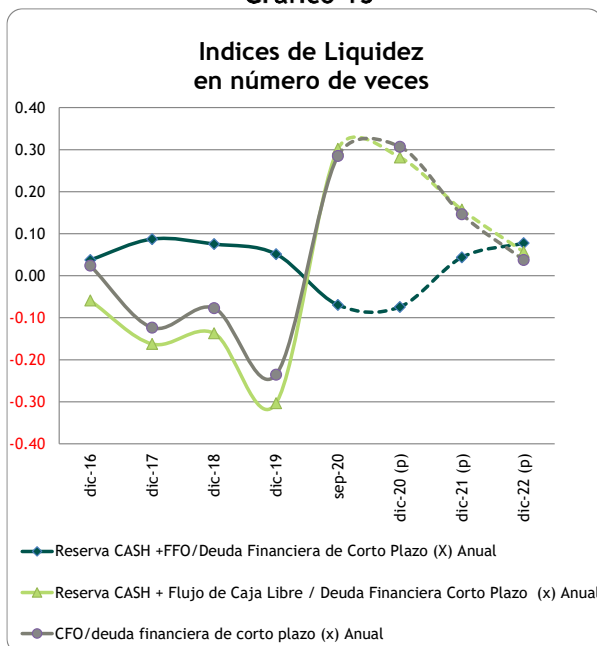
Gráfico 12



Fuente: Toyota del Ecuador S.A.
Elaboración BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

Consideramos que por su perfil, garantías y estructura esta sería una de las empresas que mantendrá alternativas de fondeo en escenarios de estrés. Además, la Compañía mantiene líneas de crédito no utilizadas con las principales entidades bancarias del país, y de la deuda financiera total el 67% corresponde a créditos del exterior respaldados por Toyota Tsusho Corporation y que históricamente se han renovado sin necesidad de abonar capital.

Gráfico 13



Fuente: Toyota del Ecuador S.A.
Elaboración: BWR.
Proyecciones ajustadas por BWR.

POSICIÓN RELATIVA DE LA GARANTÍA FRENTE A OTRAS OBLIGACIONES DEL EMISOR EN CASO DE QUIEBRA O LIQUIDACIÓN Y CAPACIDAD DE LOS ACTIVOS PARA SER LIQUIDADOS

Fecha de corte	sep-20
Activo Ajustado (USD M)	78,330
Activo Total (USD M)	81,199

Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	1,413	1,413	55.42
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	40,572	41,985	1.87
3era	Deuda sin garantía específica de balance	24,100	66,085	1.19
TOTAL		66,085	66,085	1.19

La calificación otorgada se fundamenta en el análisis del emisor como negocio en marcha, el cual se describe a lo largo de este informe. El estudio de la capacidad de liquidación de los activos refleja que los valores en circulación entran en tercera prelación, con una cobertura de 1.18 veces. Para el cálculo de la cobertura de los activos que muestra el cuadro siguiente, se ha restado del activo total a los activos diferidos, y a otros que por su naturaleza podrían no ser recuperables en un escenario conservador.

Las emisiones tienen garantía general, por tanto, están garantizadas con los activos libres de la empresa. Los activos que respaldan el programa de papel comercial son cuentas por cobrar por USD 5MM, activos fijos por USD 3MM y anticipo a proveedores por USD 2MM. La Compañía asume el compromiso de reposición y mantenimiento de los activos libres de gravámenes hasta por el monto en circulación de los valores.

De acuerdo con el cálculo de la garantía general entregado por el emisor, el monto en circulación de los valores vigentes en el mercado de valores en conjunto con el monto autorizado de esta emisión estaría dentro del límite legal establecido por ley.

A la fecha de corte, los activos de la empresa son en su mayoría de naturaleza operativa, y se han realizado las provisiones por deterioro de los activos financieros en la medida que se ha estimado necesario.

En cuanto a la capacidad de los activos registrados en el balance del emisor para ser liquidados, el 91% de los mismos sería exigible en un plazo menor a un año. El 9% restante representa principalmente activo fijo, cuya capacidad de ser liquidado, así como sus valores de liquidación dependerán de las circunstancias específicas de

cada momento, tanto de la empresa como del mercado.

RESGUARDOS DE LA EMISIÓN CALIFICADA

Para el papel comercial que se analiza en este estudio, Toyota del Ecuador S.A. se obliga a:

1. Establecer al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor:
 - a. Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a 1, a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y,
 - b. Los activos reales sobre los pasivos exigibles deberán permanecer en niveles de mayor o igual a 1, entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo. Este indicador a la fecha de corte se ubica en 0.96 veces según el cálculo enviado por el emisor. La Administración indica que este indicador es coyuntural debido a la pandemia pues sus inventarios se encuentran registrados a precio FOB por no estar nacionalizados.
2. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
3. Mantener, durante la vigencia del programa, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en la Ley.

Se deja constancia que el incumplimiento de los resguardos antes establecidos dará lugar a declarar de plazo vencido a todas las emisiones efectuadas por la Compañía.

En función del certificado con corte septiembre-2020 entregado por el emisor, podemos afirmar que el emisor cumple con los resguardos de la emisión. En el cuadro a continuación se aprecia el cumplimiento del resguardo de liquidez:

	Activo corriente	Pasivo Corriente	Indicador Liquidez
abr-20	82,200	70,382	1.17
may-20	85,361	73,928	1.15
jun-20	93,034	81,821	1.14
jul-20	84,902	75,521	1.12
ago-20	80,150	70,847	1.13
sep-20	73,805	64,317	1.15
Promedio semestral			1.14

Con corte septiembre-2020, el monto emitido de papel comercial y emisión de obligaciones asciende a USD 13MM, que representa el 86% del patrimonio, por lo que no supera los límites establecidos por la legislación vigente (200%).

Además, hemos recibido la confirmación del agente pagador DECEVALE y de la Compañía indicando que no se registran valores pendientes de pago o cancelación por concepto de cupones, tanto de capital como de intereses

POSICIONAMIENTO DEL VALOR EN EL MERCADO, PRESENCIA BURSÁTIL, LIQUIDEZ DE LOS VALORES

El mercado ecuatoriano aún no ha alcanzado la dinámica que amerite y que permita un análisis específico del posicionamiento del valor en el mercado, ni de su presencia bursátil; en todo caso, es la calificación de riesgo la que influye en la liquidez de papel en el mercado y no al contrario.

Además del presente papel comercial analizado en el presente informe, Toyota del Ecuador S.A. mantiene la siguiente operación en el mercado:

Tipo de Instrumento	Monto autorizado (USD Miles)	Monto en circulación	Calificación	Calificadora
I Emisión de Obligaciones	10,000	5,000	AAA con perspectiva negativa	BWR

Según confirmación recibida por parte de la Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil se han negociado los valores del I Programa de Papel Comercial de Toyota del Ecuador S.A. en mercado secundario según el detalle del cuadro a continuación:

Fecha	# Días Negociados	# Transacciones	Monto negociado	# Días Bursátiles	Presencia Bursátil
abr-20	1	0	100,000	21	4.8%
may-20	0	0	0	19	0.0%
jun-20	0	0	0	22	0.0%
jul-20	0	0	0	23	0.0%
ago-20	0	0	0	20	0.0%
sep-20	0	0	0	22	0.0%

TOYOTA DEL ECUADOR S.A.						PROYECCIONES BWR	
(Miles de USD)	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	sep-20	dic-20	dic-21
Resumen Balance							
Caja y Equivalentes de Caja	17,612	11,146	23,652	5,356	8,679	4,000	4,000
Cuentas por Cobrar Comerciales	9,594	18,393	15,720	23,836	15,430	11,126	14,586
Inventarios	23,112	31,520	37,594	43,938	43,067	39,037	28,361
Activos fijos	5,462	5,585	5,884	5,425	5,229	5,424	5,471
Otros Activos	4,919	3,365	5,636	8,524	8,794	8,365	11,190
Total Activos	60,700	70,010	88,486	87,080	81,199	67,952	63,608
Cuentas por Pagar Proveedores	761	5,109	322	379	5,897	1,379	1,379
Deuda Financiera Total	42,153	42,246	63,208	62,945	53,932	47,968	41,647
Deuda Financiera Corto Plazo	42,153	42,246	63,208	59,989	53,658	47,695	41,373
Deuda Financiera Largo Plazo	0	0	0	2,500	0	0	0
Contingentes que deban ser considerados como deuda financiera	0	0	0	456	274	274	274
Otros Pasivos	3,534	9,793	5,643	5,804	12,427	6,019	6,168
Total Pasivos	45,686	52,039	68,850	68,293	66,085	53,713	47,541
Patrimonio	15,014	17,970	19,635	18,787	15,114	14,239	16,067
Resumen de Resultados							
Ventas	66,661	162,826	243,352	219,402	93,807	122,977	177,635
Costo de ventas	-55,410	-147,820	-224,066	-201,473	-87,175	-114,253	-164,679
Otros ingresos operativos	-	-	-	-	-	-	-
Egresos operativos	(6,758)	(8,143)	(9,656)	(9,509)	(5,080)	(7,060)	(7,742)
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación	4,494	6,863	9,631	8,420	1,552	1,664	5,214
Ingresos y gastos no operativos neto	744	617	947	1,382	791	936	679
Gasto Financiero del período	(2,756)	(2,020)	(3,230)	(4,446)	(4,219)	(5,145)	(3,248)
Impuesto a la renta	(969.40)	(1,190.88)	(1,830.79)	(1,405.09)	188.02	-	(761.63)
RESULTADO NETO DE LA GESTION	1,500	4,312	5,476	3,951	-1,725	-2,601	1,828
Otros resultados integrales	-12	42	-41	56	0	0	0
RESULTADO INTEGRAL DEL AÑO	1,500	4,312	5,476	3,951	-1,725	1,664	5,214
Resumen Flujo de Caja							
EBITDA OPERATIVO	5,312	6,989	9,990	9,023	1,427	1,600	5,744
(-) Gasto Financiero del período	-2,756	-2,020	-3,230	-4,446	-4,219	-5,145	-3,248
(-) Impuesto a la renta del período	-969	-1,284	-1,998	-1,482	0	0	-762
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período	0	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	1,587	3,684	4,763	3,095	-2,792	-3,545	1,734
(-) Variación Capital de Trabajo	-562	-8,892	-9,623	-17,215	14,262	18,192	4,153
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	1,025	-5,208	-4,860	-14,120	11,470	14,647	5,886
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	744	644	947	1,382	791	936	679
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	-26	0	0	0	0	0
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	0	26	-26	0	120	158	158
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-3,965	-1,356	-3,750	-4,800	-32	-1,948	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-288	-933	-856	-469	-183	-355	-402
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	-4	-4	-99	-188	-18	0	0
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-2,488	-6,857	-8,645	-18,195	12,147	13,438	6,321
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	14,300	93	20,962	-719	-8,831	-14,794	-6,321
OTRAS INVERSIONES NETO	80	297	189	618	7	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	11,892	-6,467	12,506	-18,296	3,323	-1,356	0
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (I)	17,612	11,146	23,652	5,356	8,679	4,000	4,000
Indicadores							
Patrimonio Tangible	10,095	15,668	17,943	16,148	12,246	10,952	11,535
% crecimiento en ingresos operativos	-46.5%	144.3%	49.5%	-9.8%	-43.1%	-43.9%	44.4%
MARGEN EBIT (%)	6.7%	4.2%	4.0%	3.8%	1.7%	1.4%	2.9%
MARGEN EBITDA (%)	8.0%	4.3%	4.1%	4.1%	1.5%	1.3%	3.2%
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexil	1.58	2.82	2.47	1.70	0.34	0.31	1.53
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	1.93	3.46	3.09	2.03	0.34	0.31	1.77
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	1.93	3.46	3.09	2.03	0.34	0.31	1.77
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x)	7.93	6.05	6.33	6.98	28.34	29.97	7.25
Deuda Financiera AJUSTADA sin fin Invent /EBITDA o EBITDAR OPER	3.38	1.44	2.72	2.99	9.42	7.48	2.31
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERAT	4.62	4.45	3.96	6.38	23.78	27.47	6.55
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	74%	70%	76%	77%	78%	77%	72%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.04	0.09	0.08	0.05	(0.07)	(0.07)	0.04
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	0.02	(0.12)	(0.08)	(0.24)	0.29	0.31	0.14
Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	(0.06)	(0.16)	(0.14)	(0.30)	0.30	0.28	0.15
Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre NETO (luego de inversiones en terceros)/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(0.06)	(0.16)	(0.13)	(0.29)	0.30	0.28	0.15

La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso escrito de BANKWATCH RATINGS. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS se basa en información que recibe de los emisores y de otras fuentes que BANKWATCH RATINGS considera confiables. BANKWATCH RATINGS lleva a cabo una investigación razonable de la información recibida sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida en que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada. La forma en que BANKWATCH RATINGS lleve a cabo el análisis y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en que se ofrece y coloca la emisión, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a la administración del emisor, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de BANKWATCH RATINGS deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que BANKWATCH RATINGS se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor es responsable de la exactitud de la información que proporciona a BANKWATCH RATINGS y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar cómo hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de BANKWATCH RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que BANKWATCH RATINGS evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de BANKWATCH RATINGS y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados al riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. BANKWATCH RATINGS no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de BANKWATCH RATINGS son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de BANKWATCH RATINGS estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de BANKWATCH RATINGS. BANKWATCH RATINGS no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados con relación a los títulos. La asignación, publicación o diseminación de una calificación de BANKWATCH RATINGS no constituye el consentimiento de BANKWATCH RATINGS a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo la normativa vigente. Todos los derechos reservados. © BankWatch Ratings 2020.