

Ecuador
Emisión de Obligaciones
Calificación Inicial

Toyota del Ecuador S.A.

Calificación:

Tipo Instrumento	Resultado Calificación	Calif. Anterior	Último cambio
I Emisión de Obligaciones	AA+	NR	NR

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)	2018 (diciembre)	2019 (marzo)
Activos	88.5	91.6
Ventas	243.4	52.8
Margen EBITDA (%)	4.11%	3.19%
ROE (%) *	29.34%	24.65%
Deuda / capitalización (%)	76.30%	80.69%
CFO / Deuda Fin CP (X)*	-0.08	-1.38
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X)	-0.14	-1.37
Deuda Financiera Total Ajustada / EBITDA (x)*	6.33	9.80
AJUSTADA sin fin Invent / EBITDA o EBITDAR (x)*	2.72	5.07
Deuda Financiera Total Ajustada/FFO (x)*	13.27	48.16

*Indicador anualizado para marzo-2019

Fuente: Toyota del Ecuador S.A.

Elaboración BWR

Contactos:

Carlos Ordóñez, 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 otorgar la calificación de "AA+" a la I Emisión de Obligaciones de Toyota del Ecuador S.A. que se analiza en el presente informe. Esta categoría corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una muy buena capacidad del pago de capital e intereses, en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía en general.

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 calificadora considera que Toyota del Ecuador S.A. es una empresa madura con amplio conocimiento de su mercado y buenas relaciones 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 5.79% con corte marzo-2019 en el mercado de automotores.

El emisor ha mantenido tradicionalmente resultados operativos positivos derivados de su adecuada gestión administrativa y comercial. En el 2017 y 2018 se observó una recuperación importante de la generación operativa gracias a mayores ventas de la marca y el mayor dinamismo del sector automotriz, por la eliminación de los cupos de importación e impuestos que anteriormente estaban vigentes.

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 el capital de la misma 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 y con crédito de proveedor en caso de que en algún momento las mismas no estuvieran disponibles.

Por otro lado, los requerimientos de capital de trabajo generan mayor presión de liquidez en épocas de crecimiento en ventas y requieren generalmente de endeudamiento de corto plazo adicional. El nivel de endeudamiento financiero en relación a la generación operativo se considera moderado. El riesgo de refinanciamiento estaría mitigado por la posición de la empresa en el mercado y la diversificación que obtendrá a través de las colocaciones en mercado de valores.

La perspectiva de la calificación es estable. A futuro la calificación podría mejorar en la medida en que las perspectivas del sector automotriz y la posición financiera del emisor mejoren, o deteriorarse si es que el nivel de endeudamiento financiero del emisor se incrementara sobre niveles no consistentes con la calificación otorgada.

CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN CALIFICADA

I Emisión de Obligaciones	
Emisor:	TOYOTA DEL ECUADOR S.A.
Monto total de la emisión	10,000,000.00
	Clase A
Plazo	720 días
Cupón de interés	6.75%
Pago de interés	Trimestral
Pago de Capital	Trimestral
Garantía:	General
Tipo de emisión	Desmaterializada
Destino de la emisión	20% para financiamiento del capital de trabajo, específicamente compra de inventario; y 80% 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.

ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA

De acuerdo a las cifras oficiales del Banco Central del Ecuador (BCE), la economía ecuatoriana para el 2017 registró una recuperación económica del orden de 2.4% en términos constantes, sustentada especialmente en un mayor precio del petróleo y mayores exportaciones, en parte por los efectos del Acuerdo Comercial firmado con la Unión Europea.

La economía ecuatoriana presentó un modesto crecimiento de 1.4% en términos constantes en el 2018 según los resultados provisionales de las Cuentas Nacionales publicadas por el BCE. La previsión de crecimiento para el 2019 es de 1.1%.

A nivel internacional, la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) estima un crecimiento para 2019 de 0.4%, mientras que las últimas estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI) son de un decrecimiento de -0.5%, seguido de un crecimiento de 0.2% para 2020.

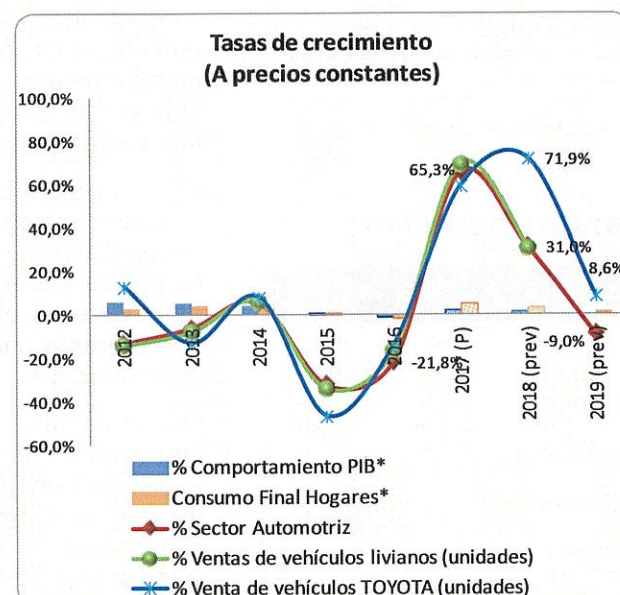
El 20 de febrero de 2019, el presidente Lenin Moreno, anunció la firma de un convenio con el FMI por USD 10,200MM: USD 4,200MM vendrán directamente del FMI y USD 6,000MM serán de bancos multilaterales. El objetivo de este convenio es brindar asistencia financiera y apoyo a las políticas económicas del gobierno ecuatoriano en los próximos tres años y fue aprobado por el

Directorio Ejecutivo del Fondo Monetario Internacional el lunes 11 de marzo del 2019.¹

El precio del petróleo se mostró fluctuante en el 2018, con una tendencia a fortalecerse hasta el mes de octubre (USD 76.73 /b), sin embargo, en diciembre el precio volvió a caer a USD 53.96/b.

En el 2019, el precio por barril ha aumentado ubicándose en USD 63.79 /b en marzo, no obstante, lo más probable es que la volatilidad siga condicionando la evolución del precio del petróleo. Los factores que determinan esta volatilidad son la desaceleración de la economía mundial, las posibles resoluciones de la OPEP a nuevos recortes de producción y cualquier factor que altere la demanda u oferta de la materia prima.

Gráfico 1



*PIB a precios constantes

Fuente: BCE y AEADE

Elaboración: BWR

Las actividades de Toyota del Ecuador se desenvuelven en el sector automotriz. Desde el año 2012 este ha sido fuertemente regulado debido al interés del Gobierno de reducir las importaciones. Los controles implementados incluyen nuevas normas técnicas que aumentan el costo de los vehículos, mayores impuestos y cupos de importación.

Esto, sumado a un menor crecimiento macroeconómico, explica la contracción de las ventas (en unidades) del mercado automotriz ecuatoriano en 21.8% en 2016.

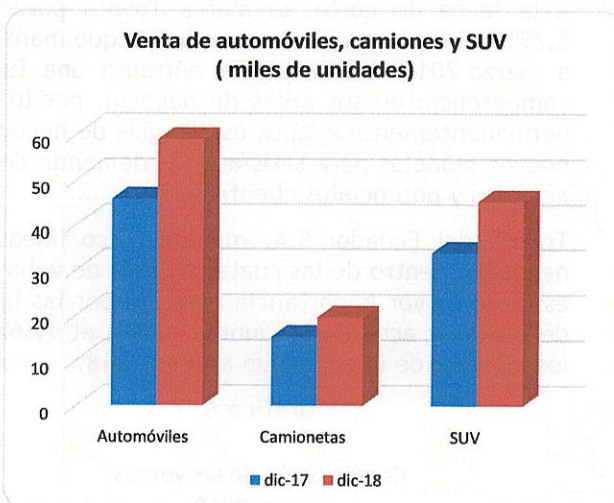
¹ <http://contexto.gk.city/ficheros/claves-entender-el-acuerdo-ecuador-con-el-fondo-monetario-internacional-fmi/que-tipo>

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%.

En el año 2018, el crecimiento del sector fue de 31% respecto al 2017 con un total de 137.615 unidades vendidas.

El sector automotor del país calcula que las ventas de autos se contraerán un 9% en 2019, es decir se venderían unas 125,293 unidades. Esto debido a que la economía ecuatoriana no tendrá un buen desempeño, la demanda que se encontraba rezagada fue en su mayoría cubierta y a la posible reducción del crédito desde el sistema financiero.² Con corte marzo-2019, la industria automotriz presenta una reducción interanual de 4.5%.

Gráfico 2



Fuente: AEADE
Elaboración BWR

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, en 2016 este subsector sufrió una menor contracción que el mercado automotor en general, con un decrecimiento del 16.7%.

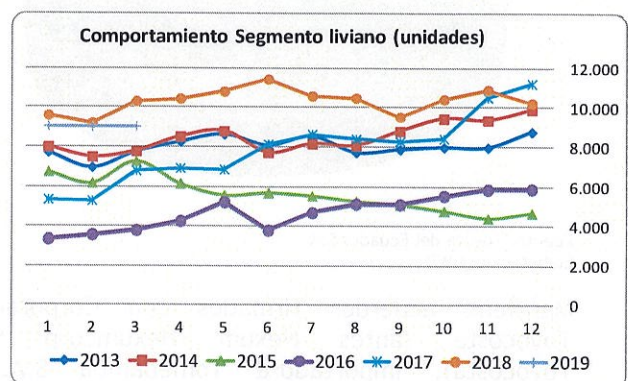
A diciembre-2018 según información de la AEADE las ventas en el segmento de livianos se

incrementaron interanualmente en 30.5%, sin embargo, con corte marzo-2019, las mismas presentan una contracción interanual del 6.8%.

En el gráfico 2 se muestra el comportamiento que han tenido las ventas de los diferentes tipos de vehículos livianos, donde se evidencia la fuerte recuperación del negocio tras la eliminación de las restricciones a la importación de vehículos.

En el gráfico siguiente se puede evidenciar el comportamiento que ha tenido el subsector de vehículos livianos desde el año 2013 tomando en cuenta las ventas de enero a diciembre de cada año y el repunte en ventas mencionado en párrafos anteriores en el 2017 y 2018.

Gráfico 3



Fuente: AEADE
Elaboración BWR

En abril-2017, la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera emitió una resolución que exige que la banca requiera una garantía real de al menos 150% del monto de la deuda en el caso de créditos comerciales ordinarios y consumo ordinario. Esta ley aplica para la compra de vehículos livianos de combustible fósil.

La evolución del sector dependerá de las decisiones del Ejecutivo respecto a las importaciones y la evolución de la balanza de pagos ya que, de ser necesario, el gobierno podría aplicar más regulaciones que desincentiven la compra de vehículos nuevos. No obstante, cabe indicar que el sector de vehículos livianos se ha visto históricamente más afectado por dichas medidas que el de buses y camionetas, por estar este último asociado principalmente a actividades productivas.

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

² <https://www.eluniverso.com/noticias/2019/02/12/nota/7185797/aeade-preve-caida-ventas-autos-2019-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.

Gráfico 4



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

Mantiene acuerdos firmados con Corporación Toyocosta (antes Nexum Nexumcorp S.A. 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.

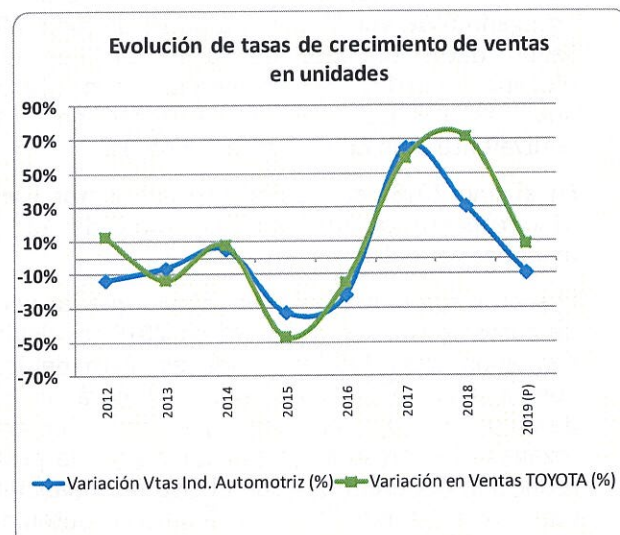
Cuenta con 93 empleados y sus oficinas se ubican en la ciudad de Quito. A la fecha de corte de este informe no se han presentado problemas laborales ni se ha conformado Comité de Empresa.

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 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 era Chevrolet, quien ensambla en el país aproximadamente el 80% de sus productos. Sin embargo, a la fecha de corte observamos que su participación en el mercado ha disminuido (32.9% a marzo-2019 vs 36.60% en marzo-2018) pues los vehículos importados han

ganado mayor parte del mercado. Los países de origen con mayor crecimiento de importaciones son China y México.

Gráfico 5

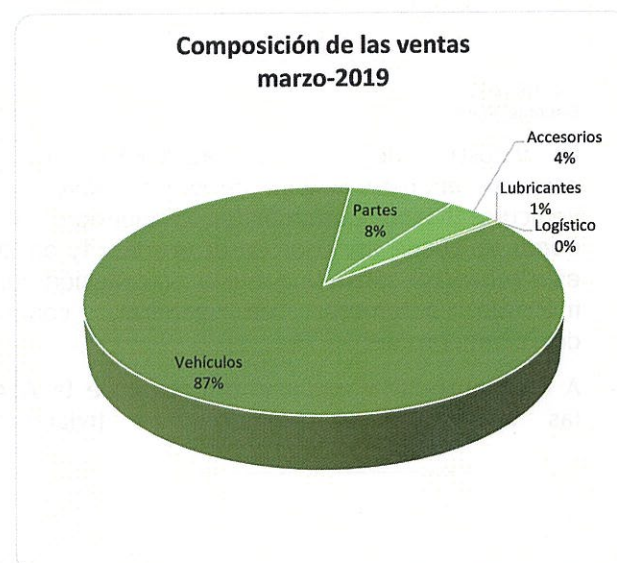


Fuente: Toyota del Ecuador S.A.
Elaboración: BWR

A la fecha de corte, la marca Toyota posee un 5.79% del mercado frente a un 5.10% que mantenía a marzo-2018. 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.

Toyota del Ecuador S.A. maneja cinco líneas de negocios, dentro de las cuales la línea de vehículos es la de mayor importancia, seguida por las líneas de partes y accesorios. Juntas suman el 99.6% de los ingresos de la compañía a junio-2018.

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 marzo-2019 el patrimonio de Toyota del Ecuador S.A. es de USD 15.8MM, y de este el 63% 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. Mediante acuerdo de los accionistas de Casabaca Holding S.A. e Impritsa S.A. cedieron el control operativo y financiero al accionista Toyota Tsusho Corporation, el cual a través de su participación en la Administración de la Compañía emite las principales políticas operativas, de administración y ventas.

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 y en 2018 USD 3.8MM.

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 solo 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 Presidente Ejecutivo 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 2019 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.

Toyota del Ecuador S.A. cuenta con un plan estratégico con un horizonte de tiempo hasta el año 2020. La estrategia de la Compañía se enfoca en el posicionamiento, la oferta y desarrollo de la marca Toyota para el mercado ecuatoriano.

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

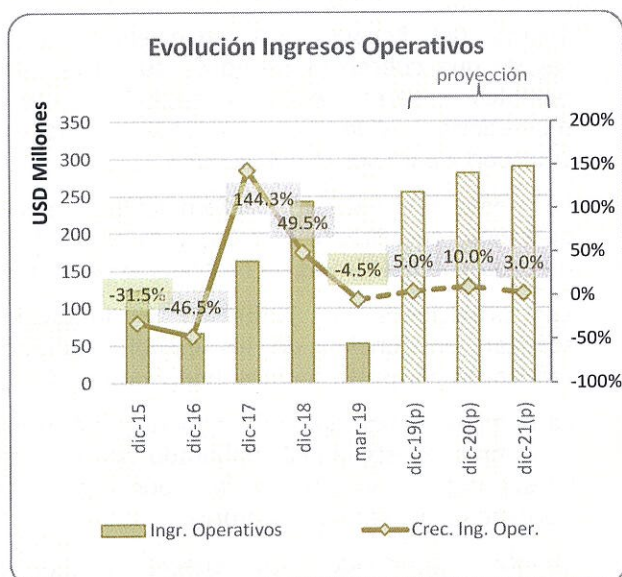
financieros individuales de Toyota del Ecuador S.A., auditados por firma PricewaterhouseCoopers del Ecuador Cía. Ltda. para el 2014, para el 2015 y 2016 por la firma Ernest & Young Ecuador E&Y Cía. Ltda. y por la firma Deloitte & Touche para el 2017 y 2018. Dichos informes no contienen observaciones respecto a la razonabilidad de su presentación bajo normas NIIF. También se han analizado los estados financieros directos con corte marzo-2019.

Hemos recibido por parte del emisor las proyecciones de los estados financieros para el año 2019 y 2021, 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.

Gráfico 7



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

Las ventas en dólares de la Compañía se mueven históricamente en línea con el mercado. Durante el 2014 crecieron en 61.4%, mientras en 2015 existió una reducción del 31.5% que se dio principalmente por la reducción de los cupos de importación que se establecieron en dicho año. En 2016 se observó una contracción en ventas del 49.5%, resultado de las complicadas condiciones del sector automotriz (la metodología de aplicación de cupos fue más estricta pues se aplicó

cupos trimestrales y por importador) y del macroentorno en general.

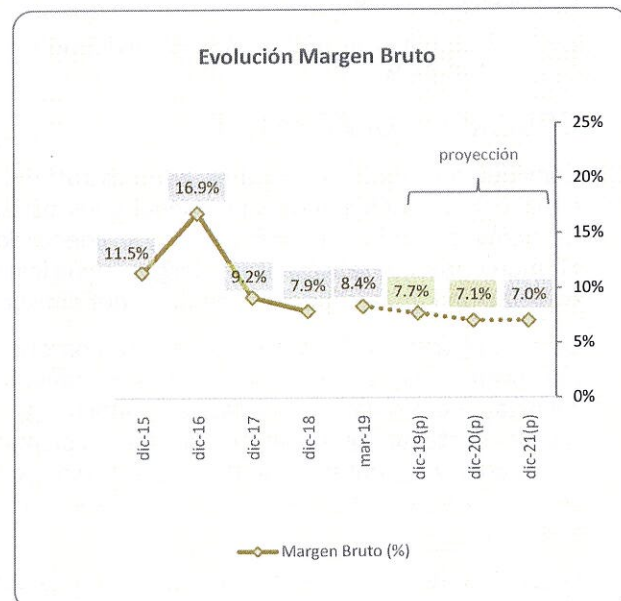
En 2017 observamos un crecimiento interanual de las ventas tanto en unidades (59.2%) como en dólares (144.3%), que se apreció de igual manera en todo el sector. En el 2018, los ingresos de la Compañía aumentaron en dólares un 49.5%.

A la fecha de corte las ventas en dólares decrecen interanualmente en 4.5% debido a que la demanda que se encontraba rezagada fue cubierta en los dos años previos. La Compañía espera un crecimiento de 5% y 31.36% en 2019 y 2020, sin embargo, la calificadora ha considerado un escenario más conservador con un crecimiento del 5% y 10% respectivamente. Este crecimiento se justifica por la introducción de nuevos modelos enfocados a otros segmentos de mercado.

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 y 2018 (9.2% y 7.9% 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 el mix de productos. La división de Vehículos aporta con mayor volumen de facturación pero los mayores márgenes porcentuales provienen de la venta de Repuestos y Accesorios.

Para el 2019 y 2020, esperamos un margen similar al presentado en 2018, sin embargo, este supuesto dependerá de las estrategias comerciales que aplique la Compañía.

Gráfico 8



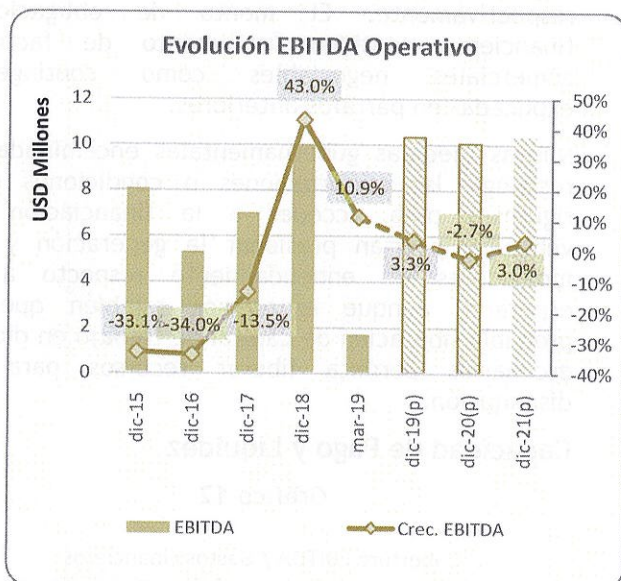
Fuente: Toyota del Ecuador S.A.
Elaboración BWR
Proyecciones ajustadas por BWR.

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%. A la fecha de corte el EBITDA crece un 10.9% debido a un mejor margen al presentado en marzo-2019 (8.4% frente a 7.8% de marzo-2018).

Para el 2019, esperamos que el EBITDA crezca un 3.3% debido a la mayor generación operativa.

Gráfico 9



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

Estructura del Balance

ACTIVOS					
	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	mar-19
Total Activo Corriente	87%	90%	91%	92%	92%
Fondos Disponibles	10%	18%	11%	12%	4%
Inversiones corto plazo	2%	11%	5%	15%	0%
CxC Comerciales	40%	16%	26%	18%	22%
Inventarios Neto	35%	38%	45%	42%	35%
Gastos anticipados	1%	6%	3%	4%	29%
Otros activos corrientes	0%	1%	1%	1%	2%
Total Activo No Corriente	13%	10%	9%	8%	8%
Propiedad, planta y equipo	11%	9%	8%	7%	6%
Propiedades de inversión	0%	0%	0%	0%	0%
Activos Intangibles y Diferidos	1%	1%	1%	1%	0%
Otros activos	1%	0%	1%	1%	1%
Total Activo	100%	100%	100%	100%	100%
PASIVO Y PATRIMONIO					
	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	mar-19
Total Pasivo Corriente	63%	74%	74%	77%	81%
Deuda Financiera CP	59%	69%	60%	71%	71%
Deuda Comercial	1%	1%	7%	0%	2%
Otros Pasivos CP	3%	4%	6%	5%	8%
Total Pasivo LP	1%	1%	1%	1%	2%
Deuda Financiera LP	0%	0%	0%	0%	0%
Otros pasivos LP	1%	1%	1%	1%	2%
PATRIMONIO	36%	25%	26%	22%	17%
Total Pasivo y Patrimonio	100%	100%	100%	100%	100%

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

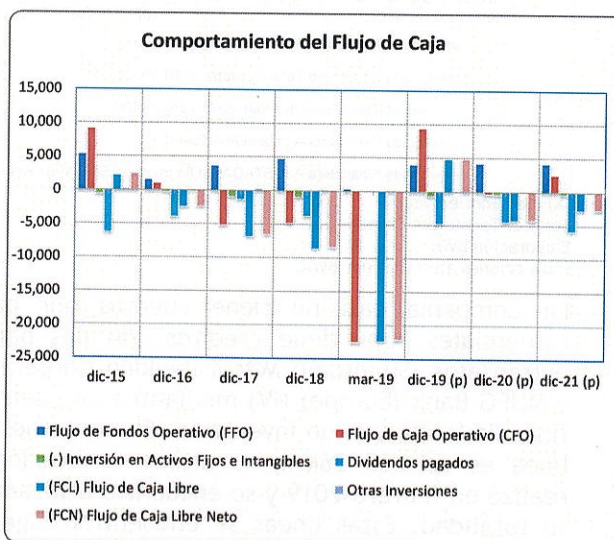
Flujo de caja, endeudamiento y tendencias

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 y 2018 fue negativo en USD 5.2MM y USD 4.9MM debido principalmente a requerimientos de inventario.

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) a diciembre-2017 y diciembre-2018 fue negativo por USD -6.5MM y USD -8.5MM respectivamente.

Con corte marzo-2019, observamos que la Compañía presenta un CFO negativo, que se deriva de un importante requerimiento de capital de trabajo atado a la mayor generación operativa que se refleja en los anticipos pagados a sus proveedores, situación que se considera estacional. Para finales de año esperamos que esta situación se revierta por la venta del inventario y que la Compañía presente un CFO de USD 9.4MM.

Gráfico 10



(X) Indicador en veces
Fuente: Toyota del Ecuador S.A.
Elaboración: BWR
Proyecciones ajustadas por BWR.

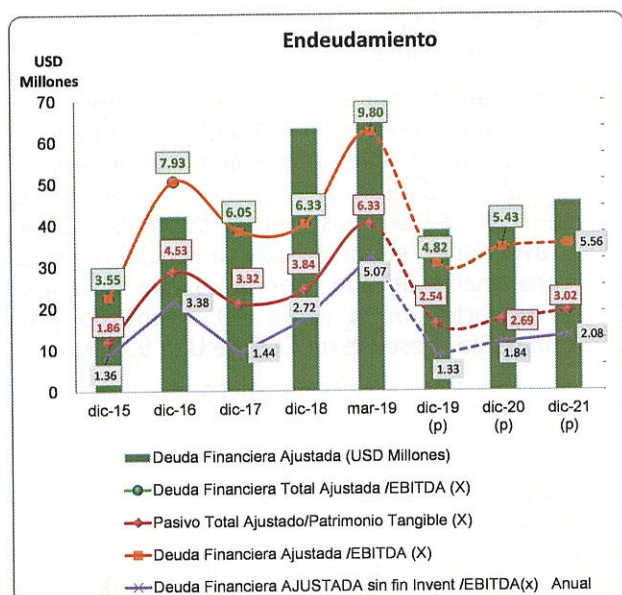
En función del comportamiento de las inversiones de capital históricas, se ha considerado un estimado hasta fin de año de USD 658M. Además, se espera que hasta finales de año se paguen USD 4.8MM como dividendos a los accionistas. Tomando en consideración lo mencionado, para finales del 2019 el flujo de caja libre sería de USD 4.9MM.

La política de cobro se ubica en 34 días, sin embargo, la Compañía espera que estos días se reduzcan a 12 días mediante el esquema de

descuento de facturas comerciales negociables en el mercado de valores de dos de sus concesionarios. El monto de las facturas negociables que la Compañía espera descontar es de USD 10MM que se han considerado como contingentes para la Compañía en los años 2019 y 2020. El emisor solamente tendría que pagarlas en el caso de que los concesionarios no hicieran frente a sus obligaciones.

Respecto al inventario, la empresa busca mantener un nivel que cubra al menos 60 días de ventas. Proyectamos que los días de inventario para finales del 2019 sean cercanos a 61 días.

Gráfico 11



(X) Indicador en veces

Fuente: Toyota del Ecuador S.A.

Elaboración BWR

Proyecciones ajustadas por BWR.

La Compañía casi no tiene cuentas por pagar comerciales pues 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-2019 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.

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.

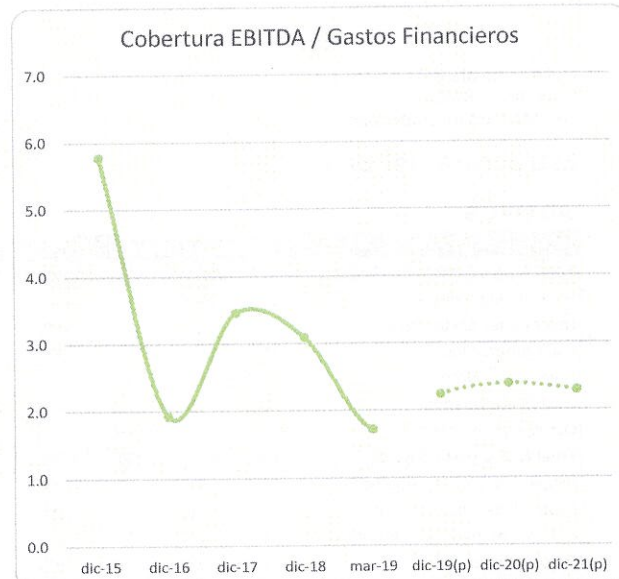
Con los antecedentes antes expuestos se procedió a considerar esta parte de la deuda como financiamiento de proveedores para efectos del análisis de la cobertura del endeudamiento. Con ello, el indicador Deuda financiera Total Ajustada sin considerar el financiamiento de inventario sobre EBITDA fue de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

Para el 2019 y 2020, esperamos que este indicador se ubique en 1.33 veces y 1.84 veces respectivamente. El monto de obligaciones financieras considera el monto de facturas comerciales negociables como contingente explicadas en párrafos anteriores.

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

Gráfico 12



Fuente: Toyota del Ecuador S.A.

Elaboración BWR

Proyecciones ajustadas por BWR.

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

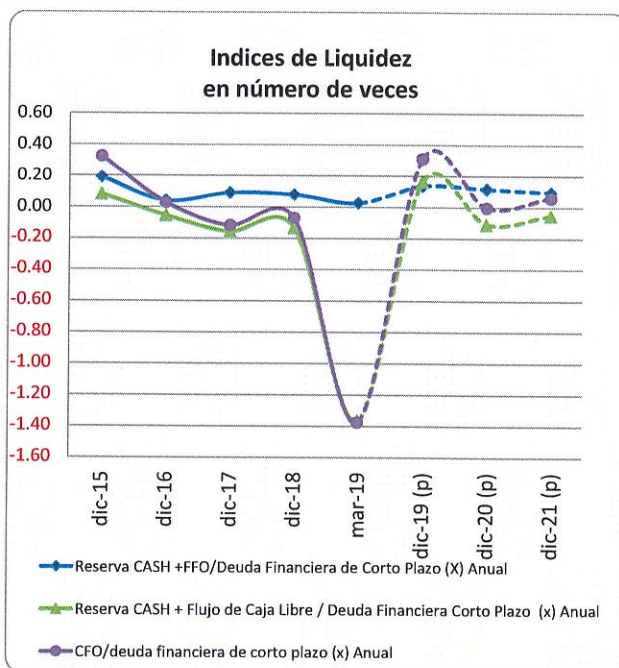
No obstante, la cobertura del gasto financiero disminuye de manera importante a la fecha de corte. Esperamos que dicha relación se ubique en 2.2 veces en el 2019 y que en 2020 sea de 2.4

veces.

La Compañía actualmente tiene como meta tener una caja mensual de USD 4MM de dólares para su operatividad normal. A la fecha de corte la Compañía mantiene una caja de USD 3.7MM. En general la liquidez de la Compañía ha sido ajustada en los últimos años, a la fecha de corte la empresa requirió nuevo endeudamiento, por necesidades de capital de trabajo relacionadas a anticipos para la adquisición de inventarios. Según las proyecciones analizadas esperaríamos que la liquidez en 2019 mejore y se ubique en niveles similares a los históricos.

Bajo el actual entorno operativo el riesgo de refinanciamiento en el país fluctúa con la liquidez de la economía, que a su vez depende del financiamiento que consiga el Gobierno para mantener el gasto público. Por otro lado, 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.

Gráfico 13



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

A continuación se presenta un cuadro de la liquidez o circulante de los últimos 6 meses:

	Activo corriente	Pasivo Corriente	Indicador Liquidez
oct-18	77.529	64.278	1,21
nov-18	81.231	67.543	1,20
dic-18	81.530	67.813	1,20
ene-19	81.646	67.531	1,21
feb-19	76.209	61.901	1,23
mar-19	84.498	74.318	1,14
Promedio semestral			1,20

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	mar-19
Activo Ajustado (USD M)	87,925
Activo Total (USD M)	91,647

jun-18				
Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	8,771	8,771	10.02
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	-	8,771	10.02
3era	Deuda sin garantía específica de balance	67,078	75,849	1.16
TOTAL		75,849	75,849	1.16

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 1.16 veces. Para el cálculo de la cobertura de los activos que muestra el cuadro anterior, 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 la emisión de obligaciones son cuentas por cobrar por USD 10MM. 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 al 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 92% de los mismos sería exigible en un plazo menor a un año. El 8% 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 la emisión de obligaciones 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.
2. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.

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.

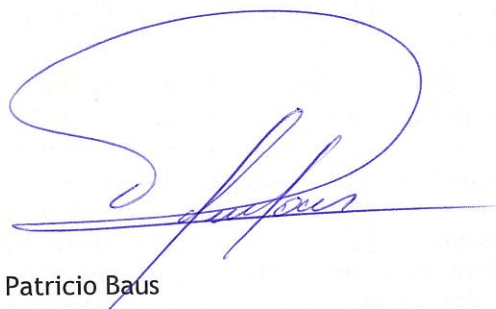
POSICIONAMIENTO DEL VALOR EN EL MERCADO, PRESENCIA BURSÁTIL, LIQUIDEZ DE LOS VALORES

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.

A la fecha de corte de este informe, el emisor no mantiene instrumentos emitidos en el mercado de

valores.

Atentamente,



Patricio Baus

Gerente General

TOYOTA DEL ECUADOR S.A.					
(Miles de USD)	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	mar-19
Resumen Balance					
Caja y Equivalentes de Caja	5,721	17,612	11,146	23,652	3,718
Cuentas por Cobrar Comerciales	19,219	9,594	18,393	15,720	19,965
Inventarios	16,854	23,112	31,520	37,594	31,855
Activos fijos	5,571	5,462	5,585	5,883	5,543
Otros Activos	1,120	4,919	3,365	5,636	30,566
Total Activos	48,485	60,700	70,009	88,485	91,647
Cuentas por Pagar Proveedores	338	761	5,109	322	1,620
Deuda Financiera Total	28,559	42,153	42,246	63,208	66,006
Deuda Financiera Corto Plazo	28,559	42,153	42,246	63,208	65,458
Deuda Financiera Largo Plazo	0	0	0	0	0
Contingentes que deban ser considerados como deuda financiera	0	0	0	0	548
Otros Pasivos	1,990	2,773	4,684	5,321	8,223
Total Pasivos	30,887	45,686	52,039	68,850	75,849
Patrimonio					
Resumen de Resultados					
Ventas	124,667	66,661	162,826	243,352	52,801
Costo de ventas	-110,340	-55,410	-147,820	-224,066	-48,384
Otros ingresos operativos	-	-	-	-	-
Egresos operativos	(7,246)	(6,758)	(8,143)	(9,656)	(2,355)
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	7,081	4,494	6,863	9,631	2,062
Ingresos y gastos no operativos neto	60	744	617	947	215
Gasto Financiero del período	(1,393)	(2,756)	(2,020)	(3,230)	(979)
Impuestos a la renta	(1,343.58)	(969.40)	(1,284.45)	(1,997.78)	(362.13)
RESULTADO NETO DE LA GESTION	4,405	1,500	4,312	5,476	963
Otros resultados integrales	35	-12	42	-41	0
RESULTADO INTEGRAL DEL AÑO	4,440	1,500	4,312	5,476	963
Resumen Flujo de Caja					
EBITDA OPERATIVO	8,049	5,312	6,989	9,990	1,683
(-) Gasto Financiero del período	-1,393	-2,756	-2,020	-3,230	-979
(-) Impuesto a la renta del período	-1,344	-969	-1,284	-1,998	-362
(-) Dividendos "preferentes" pagados en el período	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	5,313	1,587	3,684	4,763	343
(-) Variación Capital de Trabajo	3,797	-562	-8,892	-9,623	-22,928
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	9,110	1,025	-5,208	-4,860	-22,586
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	60	744	644	947	295
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	-26	0	-80
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	0	0	26	-26	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-6,336	-3,965	-1,356	-3,750	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-490	-288	-933	-856	0
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	-103	-4	-4	-99	0
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	2,240	-2,488	-6,857	-8,645	-22,370
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	-3,681	14,300	93	20,962	2,250
OTRAS INVERSIONES NETO	203	80	297	189	185
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	-1,238	11,892	-6,466	12,506	-19,935
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	5,721	17,612	11,146	23,652	3,718
Indicadores					
Patrimonio Tangible	16,628	10,095	15,668	17,943	12,077
% crecimiento en ingresos operativos	-31.5%	-46.5%	144.3%	49.5%	-4.5%
MARGEN EBIT (%)	5.7%	6.7%	4.2%	4.0%	3.9%
MARGEN EBITDA (%)	6.5%	8.0%	4.3%	4.1%	3.2%
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	4.82	1.58	2.82	2.47	1.35
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	5.78	1.93	3.46	3.09	1.72
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	5.78	1.93	3.46	3.09	1.72
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	3.55	7.93	6.05	6.33	9.80
Deuda Financiera AJUSTADA sin fin Invent/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financier	1.36	3.38	1.44	2.72	5.07
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	2.84	4.62	4.45	3.96	9.25
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	62%	74%	70%	76%	81%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.19	0.04	0.09	0.08	0.02
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	0.32	0.02	(0.12)	(0.08)	(1.38)
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	0.08	(0.06)	(0.16)	(0.14)	(1.37)
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre NETO (luego de inversiones en terceros)/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.09	(0.06)	(0.16)	(0.13)	(1.36)

La reproducción o distribución total o parcial de este documento está prohibida, salvo permiso escrito. La asignación y mantenimiento de las calificaciones de BANKWATCH RATINGS se realizan con base en información confiable que recibe de sus clientes y de otras fuentes que considera creíbles. BANKWATCH RATINGS lleva a cabo una evaluación razonable de la información sobre la que fundamenta su análisis de acuerdo con sus metodologías de calificación. Obtiene verificación razonable de la información de fuentes independientes en la medida en que dichas fuentes se encuentren disponibles. Dependiendo de la naturaleza del proceso de calificación y/o del emisor, la forma en que se realice la evaluación y el análisis de la información pueden variar, al igual que los requisitos de información para la calificación. Al emitir sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS confía en la labor de los expertos incluyendo auditores independientes con respecto a los estados financiero y abogados con respecto a los aspectos legales. No son de responsabilidad de BANKWATCH RATINGS: Las prácticas a través de las cuales se ofrecen y se colocan los valores al mercado, la naturaleza y calidad de la información pública relevante, los informes de auditoría, los acuerdos de procedimientos con terceros, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes realizados por terceros. En última instancia la institución calificada y/o el emisor son los responsables de la exactitud de la información que proporcionan a la Calificadora y al mercado en los documentos de oferta pública y otros informes.

Adicionalmente, las calificaciones por naturaleza son prospectivas por lo que incorporan hipótesis y supuestos sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o confirmó una calificación.

Los informes contienen información presentada por el cliente y analizada por BANKWATCH RATINGS, sobre la cual la Calificadora emite opiniones sin ninguna garantía. A menos que se indique lo contrario, la calificación de BANKWATCH RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de un cliente, emisor o emisión. Esta opinión se fundamenta en criterios establecidos y metodologías que BANKWATCH RATINGS evalúa y actualiza de forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de la Calificadora y ningún individuo o grupo de individuos, es particularmente 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 comprometida en la oferta o venta de ningún valor. Todos los informes de BANKWATCH RATINGS son de autoría compartida y por lo tanto las opiniones en ellos expresadas son de responsabilidad de la Calificadora y de ningún individuo en particular. Un informe de calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información requerida para un proceso de emisión. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento, a discreción de la Calificadora por una razón justificada y de acuerdo a la norma vigente. BANKWATCH RATINGS no proporciona asesoramiento de inversión. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener un valor. Las calificaciones no implican una opinión sobre si el precio de mercado es adecuado, sobre la conveniencia de algún valor para un inversionista en particular, o sobre la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los valores. La asignación, publicación o difusión de una calificación de BANKWATCH RATINGS no constituye su consentimiento para usar su nombre sin autorización. Todos los derechos reservados. ©®. BANKWATCH RATINGS 2019.