

Ecuador  
Papel Comercial  
Primer 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 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.

**Ultimo 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 (septiembre)
Activos	88.5	80.4
Ventas	243.4	164.9
Margen EBITDA (%)	4.11%	4.38%
ROE (%) *	29.34%	19.54%
Deuda / capitalización (%)	76.30%	76.71%
CFO / Deuda Fin CP (X)*	-0.08	-0.11
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X)	-0.14	-0.23
Deuda Financiera Total Ajustada /EBITDA (x)*	6.33	6.01
Deuda Financiera AJUSTADA sin fin Invent /EBITDA o EBITDAR (x)*	2.72	2.64
Deuda Financiera Total Ajustada/FFO (x)*	13.27	14.69

\*Indicador anualizado para septiembre-2019  
Fuente: Toyota del Ecuador S.A.  
Elaboración BWR

**Contactos:**

Carlos Ordóñez, CFA  
(5932) 226 9767 ext. 105  
[cordonez@bwratings.com](mailto:cordonez@bwratings.com)

Andrea Coronel  
(5932) 226 9767 ext. 108  
[acoronel@bwratings.com](mailto:acoronel@bwratings.com)

**Fundamento de la Calificación**

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió aumentar la calificación del I Programa de Papel Comercial de Toyota del Ecuador S.A. que se analiza en el presente informe, de "AA+" a "AAA". Esta categoría 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 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 estable emitida por Standard & Poor's. Adicionalmente, el emisor mantiene una adecuada capacidad de pago de Toyota, sustentada en su generación operativa.

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 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 5.86% con corte septiembre-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. No obstante, la Compañía espera un decrecimiento de sus ingresos en 2019 y años posteriores pues la demanda que se encontraba rezagada fue cubierta en años previos.

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 esta 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 con la generación operativa se considera moderado. 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 la posición financiera del emisor se deteriorase significativamente o si la percepción del soporte de su grupo se debilitara.

**CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN CALIFICADA**

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	10,000,000.00
Monto en circulación	10,000,000.00
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.

**ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA**

La estrategia de endeudamiento del gobierno anterior y que se mantuvo durante los dos primeros años de gobierno de Moreno fue agotando sus fuentes mientras caía el precio del petróleo y crecía la incertidumbre en cuanto al nivel real de deuda del país.

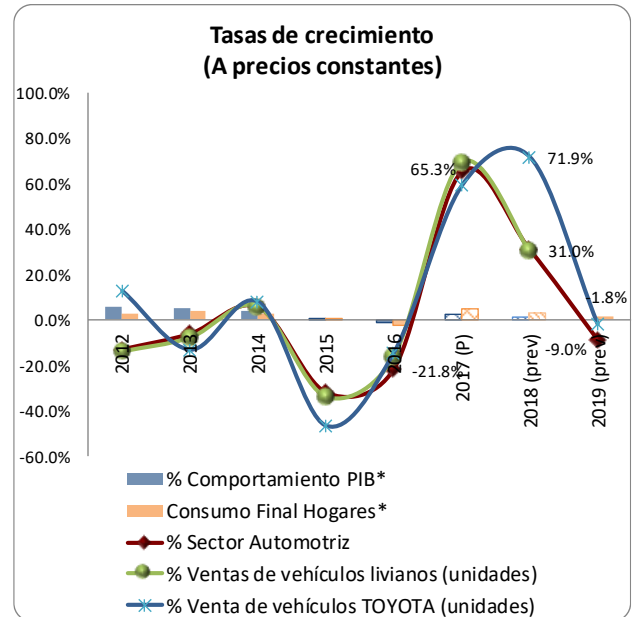
Bajo dicho escenario, que requería ajustes inminentes, el gobierno firmó la carta de intención con el FMI (11 de marzo de 2019) bajo la modalidad de Facilidad Ampliada, que aplica para países con desequilibrios importantes, que requieren mayor plazo para lograr el ajuste y estabilización.

Es de esperarse que en adelante la economía del país y la dinámica de los distintos sectores giren en torno al nuevo acuerdo y en el nivel en que las propuestas y compromisos se vayan cumpliendo. Será un reto para el gobierno manejar política y socialmente los acuerdos con el FMI y alcanzar consensos en la Asamblea.

El incumplimiento en las metas planteadas podría restringir el flujo de fondos aprobado, lo cual presionaría la liquidez del Estado y dispararía

ajustes violentos con costos sociales y económicos más altos. En el escenario de incumplimiento de los acuerdos con el FMI, sería menos probable que el país alcance en tres años metas de crecimiento sanas y sostenibles y que se completen los cambios estructurales necesarios para promover el crecimiento económico en el futuro.

Gráfico 1



\*PIB a precios constantes  
Fuente: BCE y AEADE  
Elaboración: BWR

Si los acuerdos se cumplen, el FMI estima que la economía crecería entre un 0.5% y un -0.5% en 2019 (actualmente la previsión del gobierno se acerca a la del FMI). La desaceleración económica estaría fomentada por la reducción del gasto público, que según el Ministerio de Finanzas ya ha comenzado. Los recortes se darían principalmente en compras de bienes y servicios, lo que significa una caída en las ventas de empresas que atienden al sector público. Entre octubre y diciembre se espera la desvinculación de 10 mil personas, según el ministro de Economía, Richard Martínez.<sup>1</sup>

El FMI espera lenta recuperación desde el año 2022. El FMI piensa que Ecuador no tendrá que recurrir a mercados financieros internacionales en 2019 y 2020. Sería suficiente el financiamiento de los multilaterales y los ajustes planteados. Esta perspectiva generó inicialmente una disminución del riesgo país, lo que facilitó la renegociación de la deuda (bonos globales) que vencía en 2020, a plazos

<sup>1</sup> <https://www.primicias.ec/noticias/economia/burocratas-despidos-servicio-publico-gobierno/>



más largos. El 17 de junio, se concluyó un canje de bonos de USD 1,175 millones, con plazo al 2029.

El acuerdo garantiza financiamiento por tres años (USD 4,200MM del FMI y USD 6,000MM de seis organismos multilaterales) lo que ayudará a suavizar el costo del ajuste y facilitar la implementación de reformas estructurales, orientadas principalmente a: apuntalar la dolarización, recuperar competitividad del sector real, y promover empleo, fortalecer la protección a los más vulnerables y mejorar la transparencia en la gestión pública.

No obstante, como hecho subsecuente a la fecha de corte, se indica que, tras la firma del convenio de financiamiento con el FMI, el Estado emitió el Decreto 883 que eliminaba el subsidio a la gasolina en el país. Sin embargo, a consecuencia de un paro nacional de gran magnitud, el decreto fue derogado el 15 de octubre de 2019 y se espera la emisión de un nuevo decreto que incluya medidas económicas para mayor captación de recursos económicos y su direccionamiento a los sectores más vulnerables. El 18 de noviembre de este año el riesgo país aumentó en un solo día en 32%, luego de que la Asamblea Nacional negara la reforma económica propuesta por el Ejecutivo. Esto implica un mayor costo marginal para nuevo endeudamiento en mercados internacionales. Se espera que el ejecutivo envíe una nueva propuesta en este mismo mes.

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

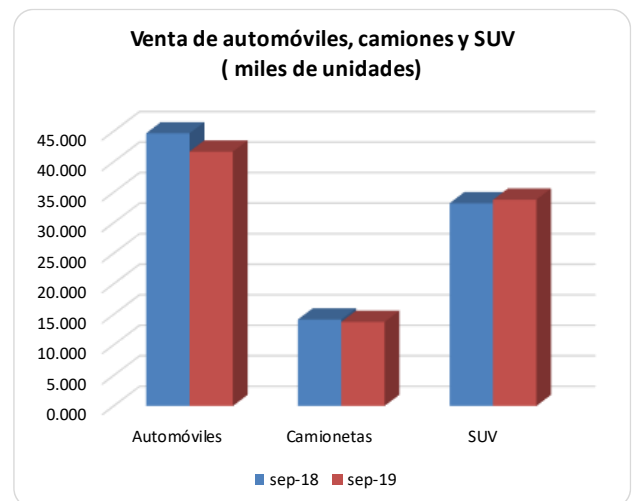
En el 2017, el sector automotor ecuatoriano mostró un mayor dinamismo debido al Acuerdo Comercial con la Unión Europea, la eliminación del sistema de cupos establecido en la Resolución 50 de Comex y el hecho de que el Impuesto al Valor Agregado (IVA) volvió al 12% a partir de junio-2017. Según datos 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%.

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.<sup>2</sup> Con corte septiembre-2019, la industria automotriz presenta una reducción interanual de 2.2%.

El parque automotor ecuatoriano en 2018 es de 2,444,911 unidades livianas, con una edad promedio de 16 años. Actualmente la industria genera un total de 68,115 empleos.<sup>3</sup>

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 septiembre-2019, las mismas presentan una contracción interanual del 3.1%.

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

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

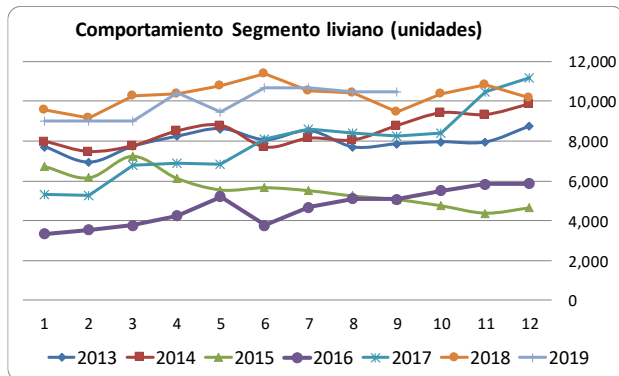
<sup>3</sup> <https://www.ekosnegocios.com/articulo/sector-automotriz-en-cifras-2019>



recuperación del negocio tras la eliminación de las restricciones a la importación de vehículos.

En el gráfico siguiente se puede observar 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 y las unidades vendidas en 2019.

**Gráfico 3**



Fuente: AEADE  
Elaboración BWR

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 camiones, por estar este último asociado principalmente a actividades productivas.

**PERFIL DE LA COMPAÑÍA**

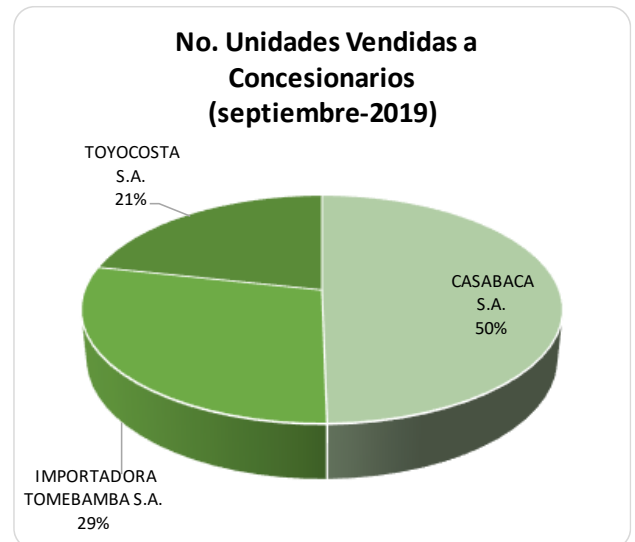
Toyota del Ecuador S.A. es una sociedad anónima constituida en el Ecuador el 2 de marzo de 2007, y distribuidor exclusivo para el Ecuador de productos Toyota. La actividad principal es la venta al por mayor de todo tipo de vehículos, repuestos y accesorios, así como otros productos de la marca Toyota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

**Gráfico 4**



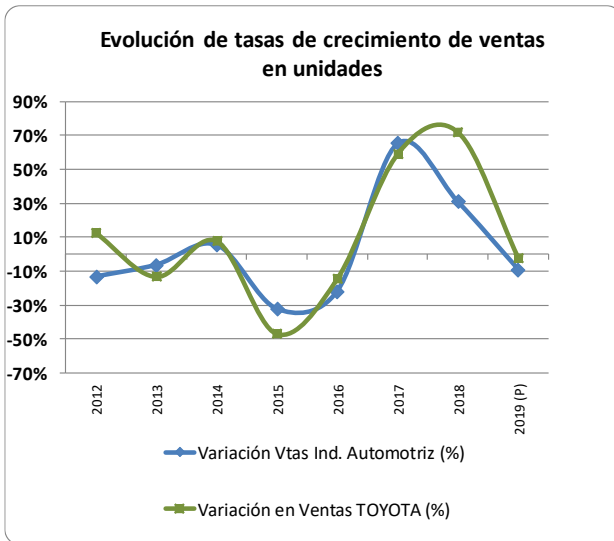
Fuente: Toyota del Ecuador S.A.  
Elaboración: BWR

Cuenta con 95 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, a la fecha de corte observamos que su participación en el mercado ha ido disminuyendo (36.60% en marzo-2018, 33.75% a septiembre-2018, 32.9% a marzo-2019, 30.67% a septiembre-2019), pues los vehículos importados han ganado mayor parte del mercado. Del total de vehículos comercializados a julio-2019, el 80.4% de estos son importados. Los países de origen con mayor crecimiento de importaciones son China y México.

**Gráfico 5**

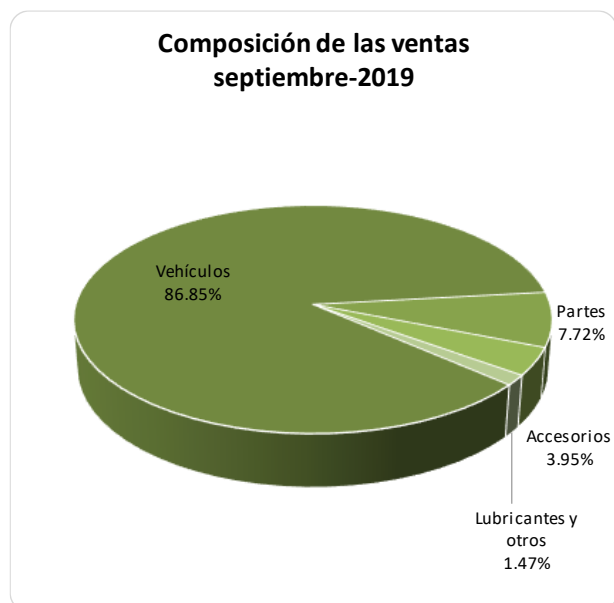


Fuente: Toyota del Ecuador S.A.  
Elaboración: BWR

A la fecha de corte, la marca Toyota posee un 5.86% del mercado automotriz frente a un 5.55% que mantenía a septiembre-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 cuatro 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 95.5% de los ingresos de la compañía a septiembre-2019.

**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-2019 el patrimonio de Toyota del Ecuador S.A. es de USD 17.6MM, y de este el 57% 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%
<b>CAPITAL SOCIAL</b>		<b>10,002</b>	<b>100.00%</b>

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 estable emitida por Standard & Poor's otorgada el 21 de agosto de 2019. 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 Tshusho 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. y sus estudios, así como del 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 viene personal de Toyota Tsusho Corporation que 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 57.2% 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 regular.

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 y en 2019 USD 4.8MM. El reparto de dividendos ha fluctuado entre 96.8% y 87% entre 2015 y 2018 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 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. 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 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 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 septiembre-2019.

Hemos recibido por parte del emisor las proyecciones actualizadas 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.

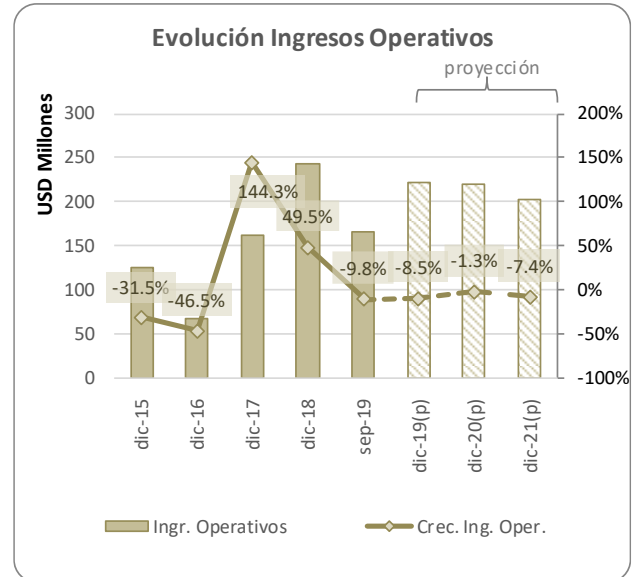
Las ventas en dólares de la Compañía se mueven históricamente en línea con el mercado. Durante el 2015 existió una reducción del 31.5% que se dio principalmente por la reducción de los cupos de importación que se establecieron en dicho año. En 2016 se observó una contracción en ventas del 46.5%, resultado 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 9.8% debido a que la demanda

que se encontraba rezagada fue cubierta en los dos años previos, esto generó menores ingresos en las líneas de vehículos, accesorios y partes.

**Gráfico 7**



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

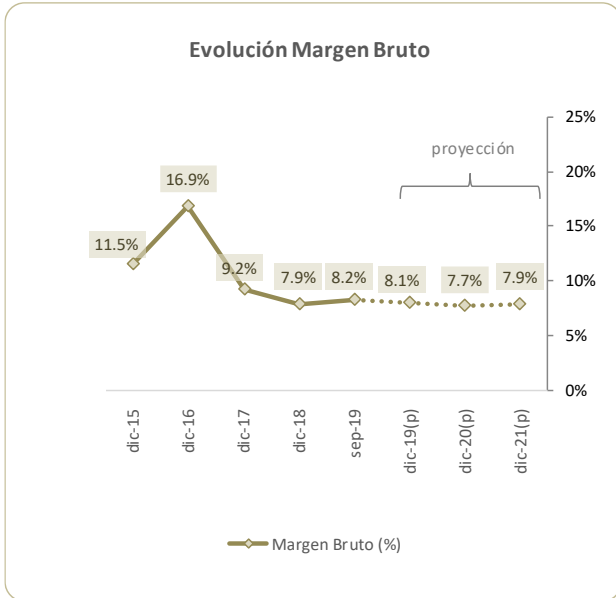
Nuestra proyección supone un decrecimiento de 8.5% para el 2019 y de 1.3% y de 7.4% en 2020 y 2021, en línea con las expectativas de la Administración. Según información de esta, a pesar de que sus proyecciones consideran una mayor cantidad de unidades vendidas en el 2020, la mezcla de productos proyectado supone ingresos por ventas de modelos más económicos.

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 la mezcla de productos.

A la fecha de corte, el margen se ubica en 8.23% frente al 7.8% presentado en septiembre-2018. Esta recuperación se debe al crecimiento en ventas de vehículos exonerados de impuestos, pues estas unidades tienen un margen mayor frente a las ventas regulares de vehículos.

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, se ha considerado un margen similar al presentado en 2018, que es factible considerando el comportamiento de este hasta septiembre.

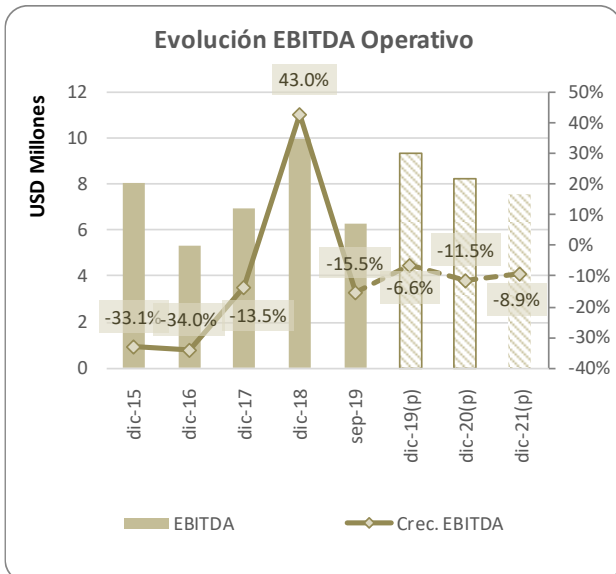
Gráfico 8



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 decrece un 15.5% debido a la contracción interanual de los ingresos y esperamos que, hasta finales de año, este se contraiga un 6.6%.

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	sep-19
Total Activo Corriente	87%	90%	91%	92%	91%
Fondos Disponibles	10%	18%	11%	12%	11%
Inversiones corto plazo	2%	11%	5%	15%	0%
CxC Comerciales	40%	16%	26%	18%	17%
Inventarios Neto	35%	38%	45%	42%	40%
Gastos anticipados	1%	6%	3%	4%	13%
Otros activos corrientes	0%	1%	1%	1%	8%
Total Activo No Corriente	13%	10%	9%	8%	9%
Propiedad, planta y equipo	11%	9%	8%	7%	7%
Propiedades de inversión	0%	0%	0%	0%	0%
Activos Intangibles y Diferidos	1%	1%	1%	1%	1%
Otros activos	1%	0%	1%	1%	2%
<b>Total Activo</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

PASIVO Y PATRIMONIO

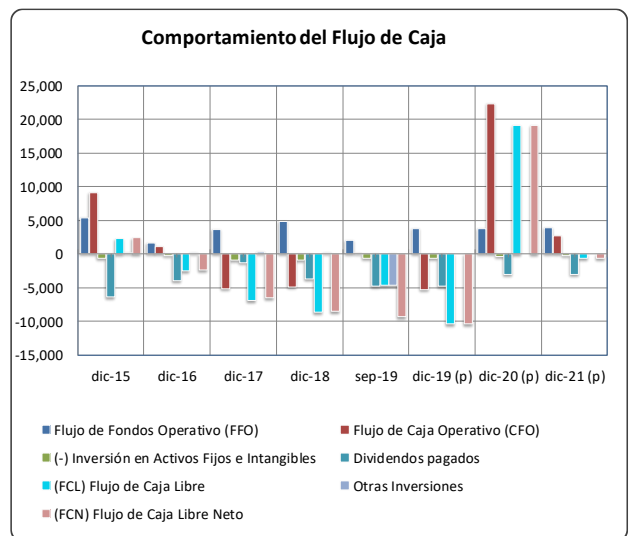
	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	sep-19
Total Pasivo Corriente	63%	74%	74%	77%	70%
Deuda Financiera CP	59%	69%	60%	71%	65%
Deuda Comercial	1%	1%	7%	0%	1%
Otros Pasivos CP	3%	4%	6%	5%	4%
Total Pasivo LP	1%	1%	1%	1%	8%
Deuda Financiera LP	0%	0%	0%	0%	6%
Otros pasivos LP	1%	1%	1%	1%	2%
PATRIMONIO	36%	25%	26%	22%	22%
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

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.

Gráfico 10



(X) Indicador en veces  
Fuente: Toyota del Ecuador S.A.



Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

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 -6.8MM y USD -8.6MM respectivamente.

Con corte septiembre-2019, observamos que la Compañía presenta un CFO positivo (USD 102M) que se genera por la liberación de cuentas por cobrar e inventarios y se ajusta por mayores anticipos a proveedores. Para finales de año esperamos que la Compañía presente un CFO de USD -5.3MM debido a requerimientos de inventario por el lanzamiento de nuevos modelos y el financiamiento de cuentas por cobrar.

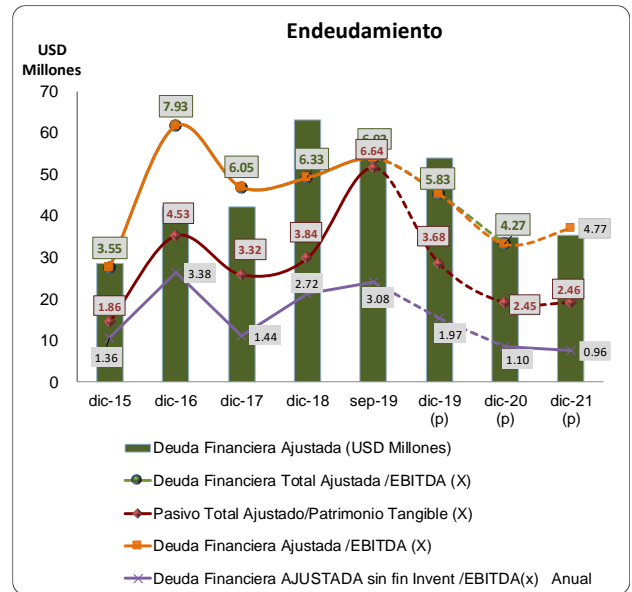
En función del comportamiento de las inversiones de capital históricas, se ha considerado un estimado hasta fin de año de USD 658M (USD 645M a septiembre-2019). Además, se pagaron USD 4.8MM como dividendos a los accionistas. Tomando en consideración lo mencionado, para finales del 2019 el flujo de caja libre sería de USD -10.4MM. Esperamos que esta necesidad sea cubierta con los recursos líquidos en exceso que mantiene el emisor al corte del análisis, que también permitiría pagar parte de su deuda financiera de corto plazo, aunque la mayoría deberá mantenerse y/o renovarse.

La política de cobro se ubica en promedio en 35 días, sin embargo, de negociarse facturas negociables por USD 10MM con dos de sus concesionarios, estos podrían reducirse a 12 días.

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 77 días para el lanzamiento de nuevos modelos.

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.

**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.

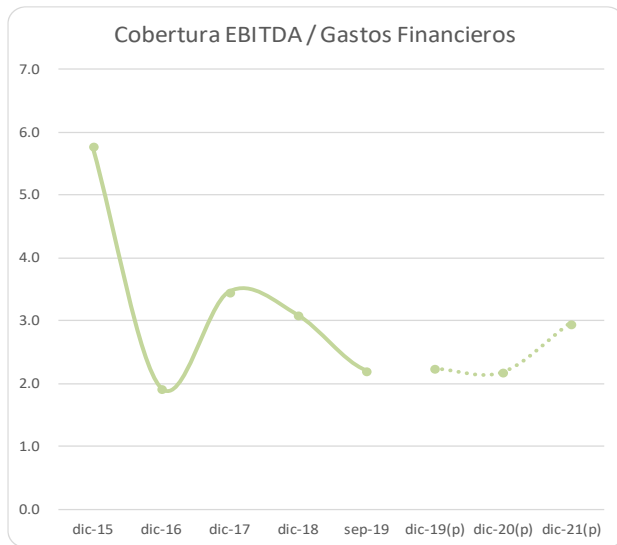
Con los antecedentes antes expuestos se procedió a considerar esta parte de la deuda como financiamiento de proveedores para efectos del análisis de la cobertura del endeudamiento. Con ello, el indicador Deuda financiera Total Ajustada sin considerar el financiamiento de inventario sobre EBITDA fue de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

Para el 2019 y 2020, esperamos que este indicador se ubique en 1.97 veces y 1.10 veces respectivamente.

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.

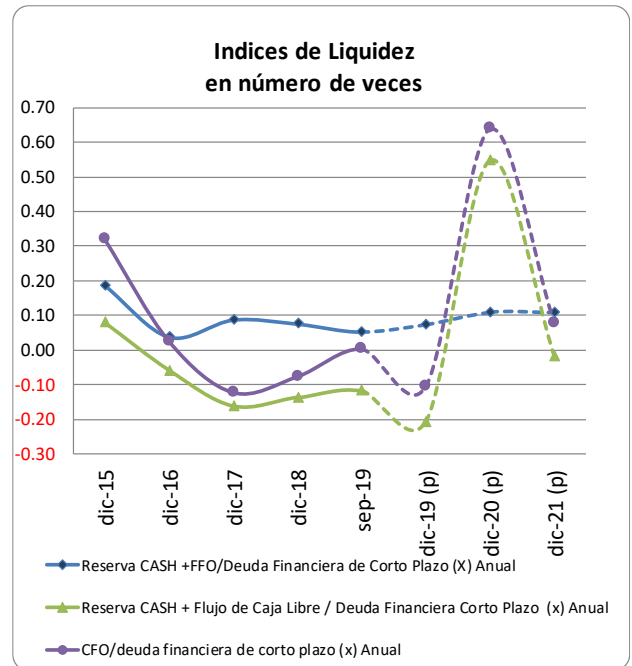
El gráfico anterior muestra que la generación de la empresa frente al gasto financiero de cada período le ha otorgado cierta flexibilidad para enfrentar circunstancias adversas de mercado.

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 2020.

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 9.1MM. 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.

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, y de la deuda financiera total el 62.7% corresponde a créditos del exterior respaldados por Toyota Tsusho Corporation y que históricamente se ha 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**

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 1.15 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.

Fecha de corte	sep-19
Activo Ajustado (USD M)	72,422
Activo Total (USD M)	80,446

Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Covert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	1,558	1,558	46.47
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	56,937	58,495	1.24
3era	Deuda sin garantía específica de balance	4,846	63,341	1.14
<b>TOTAL</b>		<b>63,341</b>	<b>63,341</b>	<b>1.14</b>



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.
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-2019 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:

	<b>Activo corriente</b>	<b>Pasivo Corriente</b>	<b>Indicador Liquidez</b>
abr-19	88,057	77,653	1.13
may-19	85,242	74,498	1.14
jun-19	77,809	66,828	1.16
jul-19	74,645	58,504	1.28
ago-19	70,933	54,194	1.31
sep-19	73,082	56,155	1.30
<b>Promedio semestral</b>			<b>1.22</b>

Con corte septiembre-2019, el monto emitido de papel comercial y emisión de obligaciones asciende a USD 20MM que representa el 114% 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 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 de la presente emisión de obligaciones analizada en el presente informe, Toyota del Ecuador S.A. mantiene la siguiente operación en el mercado:

<b>Tipo de Instrumento</b>	<b>Monto autorizado (USD Miles)</b>	<b>Monto en circulación</b>	<b>Calificación</b>	<b>Calificadora</b>
I Emisión de Obligaciones	10,000	10,000	AA+	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-19	0	0	0	21	0.00%
may-19	0	0	0	20	0.00%
jun-19	0	0	0	20	0.00%
jul-19	0	0	0	23	0.00%
ago-19	1	1	600,000	21	4.76%
sep-19	0	0	0	21	0.00%

TOYOTA DEL ECUADOR S.A.							PROYECCIONES BWR		
(Miles de USD)	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	sep-19	dic-19	dic-20	dic-21
<b>Resumen Balance</b>									
Caja y Equivalentes de Caja	6,958	5,721	17,612	11,146	23,652	9,142	4,000	4,000	4,000
Cuentas por Cobrar Comerciales	13,944	19,219	9,594	18,393	15,720	14,053	20,108	19,837	18,375
Inventarios	28,720	16,854	23,112	31,520	37,594	32,443	43,258	25,683	28,135
Activos fijos	5,672	5,571	5,462	5,585	5,883	5,697	6,026	5,896	5,690
Otros Activos	1,697	1,120	4,919	3,365	5,636	19,111	5,540	4,344	4,248
<b>Total Activos</b>	<b>56,992</b>	<b>48,485</b>	<b>60,700</b>	<b>70,009</b>	<b>88,485</b>	<b>80,446</b>	<b>78,932</b>	<b>59,761</b>	<b>60,449</b>
Cuentas por Pagar Proveedores	612	338	761	5,109	322	432	1,335	822	691
Deuda Financiera Total	32,721	28,559	42,153	42,246	63,208	58,412	54,401	35,315	35,904
Deuda Financiera Corto Plazo	165	28,559	42,153	42,246	63,208	52,390	50,195	34,859	35,448
Deuda Financiera Largo Plazo	32,556	0	0	0	0	5,565	3,750	0	0
Contingentes que deban ser considerados como deuda financiera	0	0	0	0	0	457	456	456	456
Otros Pasivos	4,789	2,327	3,534	9,793	5,643	4,930	6,781	6,393	6,386
<b>Total Pasivos</b>	<b>37,510</b>	<b>30,887</b>	<b>45,686</b>	<b>52,039</b>	<b>68,850</b>	<b>62,884</b>	<b>60,725</b>	<b>41,252</b>	<b>41,834</b>
<b>Patrimonio</b>	<b>19,482</b>	<b>17,598</b>	<b>15,014</b>	<b>17,970</b>	<b>19,635</b>	<b>17,561</b>	<b>18,207</b>	<b>18,509</b>	<b>18,615</b>
<b>Resumen de Resultados</b>									
Ventas	181,965	124,667	66,661	162,826	243,352	164,924	222,630	219,631	203,442
Costo de ventas	-162,403	-110,340	-55,410	-147,820	-224,066	-151,348	-204,696	-202,744	-187,307
Otros ingresos operativos	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Egresos operativos	(8,800)	(7,246)	(6,758)	(8,143)	(9,656)	(7,303)	(9,341)	(9,366)	(9,349)
<b>EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación emple)</b>	<b>10,762</b>	<b>7,081</b>	<b>4,494</b>	<b>6,863</b>	<b>9,631</b>	<b>6,273</b>	<b>8,592</b>	<b>7,522</b>	<b>6,785</b>
Ingresos y gastos no operativos neto	37	60	744	617	947	684	361	287	48
Gasto Financiero del período	(2,256)	(1,393)	(2,756)	(2,020)	(3,230)	(3,270)	(4,171)	(3,153)	(2,461)
Impuesto a la renta	(2,011.77)	(1,343.58)	(969.40)	(1,190.88)	(1,830.79)	(961.73)	(1,411.40)	(1,284.83)	(1,213.43)
<b>RESULTADO NETO DE LA GESTION</b>	<b>6,531</b>	<b>4,405</b>	<b>1,500</b>	<b>4,312</b>	<b>5,476</b>	<b>2,726</b>	<b>3,371</b>	<b>3,371</b>	<b>3,159</b>
Otros resultados integrales	0	35	-12	42	-41	0	0	0	0
<b>RESULTADO INTEGRAL DEL AÑO</b>	<b>6,531</b>	<b>4,440</b>	<b>1,500</b>	<b>4,312</b>	<b>5,476</b>	<b>2,726</b>	<b>8,592</b>	<b>7,522</b>	<b>6,785</b>
<b>Resumen Flujo de Caja</b>									
<b>EBITDA OPERATIVO</b>	<b>12,031</b>	<b>8,049</b>	<b>5,312</b>	<b>6,989</b>	<b>9,990</b>	<b>6,321</b>	<b>9,334</b>	<b>8,263</b>	<b>7,527</b>
(-) Gasto Financiero del período	-2,256	-1,393	-2,756	-2,020	-3,230	-3,270	-4,171	-3,153	-2,461
(-) Impuesto a la renta del período	-2,012	-1,344	-969	-1,284	-1,998	-997	-1,411	-1,285	-1,213
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)</b>	<b>7,764</b>	<b>5,313</b>	<b>1,587</b>	<b>3,684</b>	<b>4,763</b>	<b>2,054</b>	<b>3,752</b>	<b>3,826</b>	<b>3,853</b>
(-) Variación Capital de Trabajo	6,302	3,797	-562	-8,892	-9,623	-1,952	-9,044	18,428	-1,127
<b>CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)</b>	<b>14,065</b>	<b>9,110</b>	<b>1,025</b>	<b>-5,208</b>	<b>-4,860</b>	<b>102</b>	<b>-5,292</b>	<b>22,254</b>	<b>2,726</b>
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	37	60	744	644	947	920	1,205	1,057	815
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	0	-26	0	-235	-843	-770	-766
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	-26	0	0	26	-26	0	0	0	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-4,710	-6,336	-3,965	-1,356	-3,750	-4,800	-4,800	-3,069	-3,053
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-453	-490	-288	-933	-856	-602	-658	-386	-310
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	0	-103	-4	-4	-99	-43	0	0	0
<b>(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)</b>	<b>8,913</b>	<b>2,240</b>	<b>-2,488</b>	<b>-6,857</b>	<b>-8,645</b>	<b>-4,658</b>	<b>-10,389</b>	<b>19,086</b>	<b>-589</b>
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	-2,486	-3,681	14,300	93	20,962	-5,253	-9,263	-19,086	589
OTRAS INVERSIONES NETO	80	203	80	297	189	-4,599	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO</b>	<b>6,506</b>	<b>-1,238</b>	<b>11,892</b>	<b>-6,466</b>	<b>12,506</b>	<b>-14,510</b>	<b>-19,652</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BAI)</b>	<b>6,958</b>	<b>5,721</b>	<b>17,612</b>	<b>11,146</b>	<b>23,652</b>	<b>9,142</b>	<b>4,000</b>	<b>4,000</b>	<b>4,000</b>
<b>Indicadores</b>									
Patrimonio Tangible	18,208	16,628	10,095	15,668	17,943	9,538	16,610	17,008	17,211
% crecimiento en ingresos operativos	0.0%	-31.5%	-46.5%	144.3%	49.5%	-9.8%	-8.5%	-1.3%	-7.4%
MARGEN EBIT (%)	5.9%	5.7%	6.7%	4.2%	4.0%	3.8%	3.9%	3.4%	3.3%
MARGEN EBITDA (%)	6.6%	6.5%	8.0%	4.3%	4.1%	3.8%	4.2%	3.8%	3.7%
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad	4.44	4.82	1.58	2.82	2.47	1.63	1.90	2.21	2.57
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	5.33	5.78	1.93	3.46	3.09	1.93	2.24	2.62	3.06
EBITDA/ Gasto Financiero del período (x)	5.33	5.78	1.93	3.46	3.09	1.93	2.24	2.62	3.06
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) A	2.72	3.55	7.93	6.05	6.33	6.93	5.83	4.27	4.77
Deuda Financiera AJUSTADA sin fin Invent/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flt	1.36	3.38	1.44	2.72	3.08	1.97	1.10	0.96	0.96
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO	2.14	2.84	4.62	4.45	3.96	5.85	5.40	3.79	4.24
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ Capitalización (%)	63%	62%	74%	70%	76%	77%	75%	66%	66%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	47.11	0.19	0.04	0.09	0.08	0.05	0.07	0.11	0.11
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	85.34	0.32	0.02	(0.12)	(0.08)	0.00	(0.11)	0.64	0.08
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	54.08	0.08	(0.06)	(0.16)	(0.14)	(0.12)	(0.21)	0.55	(0.02)
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	54.56	0.09	(0.06)	(0.16)	(0.13)	(0.24)	(0.21)	0.55	(0.02)



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 con 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 con 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.