

Ecuador  
Obligaciones  
Calificación Inicial

Toyota del Ecuador S.A.

### Calificación

Tipo Instrumento	Resultado Calificación	Último cambio
II Emisión de Obligaciones	AAA	NR

#### Perspectiva estable

La perspectiva de la calificación es estable. La misma podría variar en caso de que en el futuro existiera la percepción de un debilitamiento significativo en la capacidad o voluntad de soporte de parte de su casa matriz.

**NR:** No registra cambio de calificación.

#### Definición de Calificación:

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

### Resumen Financiero

(USD Millones)	2020 (diciembre)	2021 (agosto)
Activos	65.5	79.0
Ventas	137.5	122.6
Margen EBITDA (%)	1.82%	3.28%
ROE (%) *	0.38%	12.71%
Deuda / capitalización (%)	73.19%	49.05%
CFO / Deuda Fin CP (X)*	0.79	0.57
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X)	0.80	0.60
Deuda Financiera Total Ajustada / EBITDA (x)*	18.36	2.92
Deuda Financiera AJUSTADA sin fin Invent / EBITDA o EBITDAR (x)*	11.08	0.00
Deuda Financiera Total Ajustada/FFO (x)*	-23.93	7.50

\*Indicador anualizado para agosto-2021  
Fuente: Toyota del Ecuador S.A.  
Elaboración BWR

#### Contactos:

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

Vanessa Reyes  
(5932) 226 9767 ext. 112  
vreyes@bwratings.com

### Fundamento de la calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings S.A., **decidió otorgar la calificación de "AAA"** a la **II Emisión de Obligaciones de Toyota del Ecuador S.A.** La calificación otorgada refleja nuestra opinión sobre la capacidad de pago del emisor en los términos y condiciones pactadas. El criterio de la calificación considera las características de largo plazo del instrumento calificado, el reconocimiento del soporte parcial de su accionista Toyota Tsusho Corporation, el posicionamiento del emisor en el mercado, su capacidad de generación de flujos positivos y su flexibilidad financiera.

**Alcance de la calificación.** La calificación utiliza una escala local, que 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.

**Soporte parcial de accionista.** Se 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, y voluntad de soporte que se ha cristalizado en préstamos bancarios en el exterior garantizados por el grupo hasta 2020 y flexibilidad en pagos a entidades del grupo Toyota a lo largo de la pandemia. Dicho accionista cuenta con una calificación de riesgo crediticio, en escala internacional, de A con perspectiva estable emitida por Standard & Poor's.

**Posición competitiva fuerte.** Toyota del Ecuador S.A. es una empresa madura con amplio conocimiento de su mercado y buenos vínculos con sus concesionarios, que se encuentran relacionados por sus accionistas. La Compañía mantiene un acuerdo firmado con Toyota Motor Corporation que le da el derecho exclusivo de distribución de los productos de la marca Toyota, que presenta una participación de 6.2% con corte agosto-2021 en el mercado de automotores.

**Capacidad de generación de márgenes operativos y endeudamiento controlado.** El emisor ha mantenido tradicionalmente resultados operativos positivos derivados de su adecuada gestión administrativa y comercial, que han fluctuado según el entorno operativo local y las regulaciones del sector. Debido a la coyuntura del país, en el 2020 la Compañía presentó un decrecimiento importante en los niveles de ventas, y considerando que mantiene una estructura de gastos fijos importante, su EBITDA también sufrió una fuerte contracción; sin embargo, el acceso a fuentes de financiamiento locales y de su grupo internacional le permitió mantener su capacidad de pago. A la fecha de corte los indicadores de endeudamiento y el peso de los costos financieros en el EBITDA se ubican por debajo de los niveles históricos debido principalmente a la disminución de deuda y recuperación de los ingresos.

**La perspectiva de la calificación es estable** y refleja nuestra expectativa de que a lo largo de la vigente emisión la compañía mantenga un endeudamiento controlado en relación con su generación operativa. La calificación podría verse afectada en la medida en que el endeudamiento se incrementara por fuera de lo esperado.

**CARACTERÍSTICAS DE LAS EMISIÓN CALIFICADA**

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

II Emisión de Obligaciones	
Emisor:	TOYOTA DEL ECUADOR S.A.
Monto total de la emisión	5,000,000.00
Clase:	Clase B
Plazo	720 días
Pago de interés	Semestral
Pago de Capital	Semestral
Garantía:	General
Tipo de emisión	Desmaterializada
Destino de la emisión	Capital de Trabajo de la empresa, específicamente compra de inventario; y 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.

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

**ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA**

La pandemia del COVID-19 ha afectado la economía global, debido al cierre de negocios y las restricciones para circular. De acuerdo con Banco Mundial, el PIB de todo el planeta se contraerá en 2020 en 5.2% mientras que América Latina y el Caribe lo hará en 7.2%. Para 2021, se espera un rebote del indicador, que crecerá en 5.2% de forma global y en 2.8% para la región.<sup>1</sup>

Esta situación afectó los precios mundiales de los productos básicos, como el petróleo y gas, así al comercio en general, por la fuerte desaceleración

económica de Estados Unidos y China. Así mismo, industrias como el turismo, el transporte aéreo y otras que por su naturaleza implican aglomeración de personas se han visto especialmente afectadas.

En lo que va del año 2021, de acuerdo con las perspectivas del Banco Mundial la economía del mundo crecerá en 5.6% (1.6% más de lo proyectado a enero del 2021), gracias principalmente a la rápida recuperación registrada por Estados Unidos y China<sup>2</sup>. La reactivación económica trajo consigo el aumento en los precios mundiales del petróleo y materias primas, ocasionado por mayor demanda, fenómenos naturales y sobrecostos por medidas de bioseguridad y transporte de productos. Sin embargo, el incremento en los precios es considerado momentáneo<sup>3</sup>.

La economía ecuatoriana no es la excepción, aunque presenta algunas particularidades, ya que esta ya venía contrayéndose ligeramente desde el último trimestre de 2019, debido a la tendencia a decrecer del precio del petróleo, una apreciación del dólar frente a otras monedas de la región y la imposibilidad de mantener un dinamismo que en los últimos 10 años había dependido principalmente del gasto público, impulsado a su vez por los ingresos petroleros y un endeudamiento creciente e insostenible.

En este escenario, el 2020 fue un año extremadamente complejo para Ecuador, con una economía sin flexibilidad monetaria, un alto endeudamiento, reservas de liquidez inexistentes, una caída significativa en ingresos por exportaciones petroleras, un sistema de salud con deficiencias para afrontar la pandemia, un gobierno con baja popularidad y vencimientos importantes de su deuda externa. A esto se sumó la rotura de un tramo del Sistema de Oleoducto Transecuatoriano (SOTE) y del Oleoducto de Crudos Pesados (COP), que afectó la producción de petróleo.

El Banco Central del Ecuador (BCE) informó una contracción del PIB de -7.8% en 2020. Si bien el BCE estima que el PIB del país crecerá en 2.8% en 2021, este todavía sería inferior en 5.2% al del 2019.

Frente a este escenario, el gobierno anterior consiguió en agosto-2020 la aprobación del reperfilamiento de los bonos de deuda externa,

<sup>1</sup> <https://www.bancomundial.org/es/publication/global-economic-prospects>

<sup>2</sup> <https://www.dw.com/es/eeuu-y-china-impulsar%C3%A1n-crecimiento-en-2021-afirma-banco-mundial/a-57819703>

<sup>3</sup> <https://www.primicias.ec/noticias/economia/ocho-razones-para-la-subida-de-precios-de-las-materias-primas/>

que permitió a Ecuador reducir los intereses, ampliar los vencimientos hasta el año 2040 y reducir el capital de dicha deuda. En el mismo mes, se anunció un nuevo acuerdo de 27 meses con el Fondo Monetario Internacional para acceder a un programa de crédito de USD 6,500 millones con un plazo de diez años para repagar el capital, cuatro años de gracia y bajo consto de financiamiento. Del monto anterior, USD 4,000 millones se desembolsaron en 2020.

Los desembolsos del 2021 se retrasaron y el Gobierno entrante se enfocó en la negociación de un nuevo acuerdo. En septiembre-2021 el ministro de Economía anunció el cierre de un nuevo acuerdo que le permitirá al país conseguir USD 1,500 millones de parte del FMI y USD 4,500 de otros organismos multilaterales<sup>4</sup>. Adicionalmente, en agosto el FMI entregó USD 1,000 millones a Ecuador por la liberación de Derechos Especiales de giro, como parte de su objetivo global de proporcionar liquidez al sistema económico mundial.

El riesgo país, que en abril de 2020 cerró en 5033 puntos base y una calificación de “Restricted Default” otorgada por Fitch Ratings, en abril 2021 marcó 760 puntos luego de conocerse los resultados de los comicios presidenciales y de la aprobación de la ley para la protección de la dolarización y al cierre de agosto-2021 se ubica en 751 puntos.

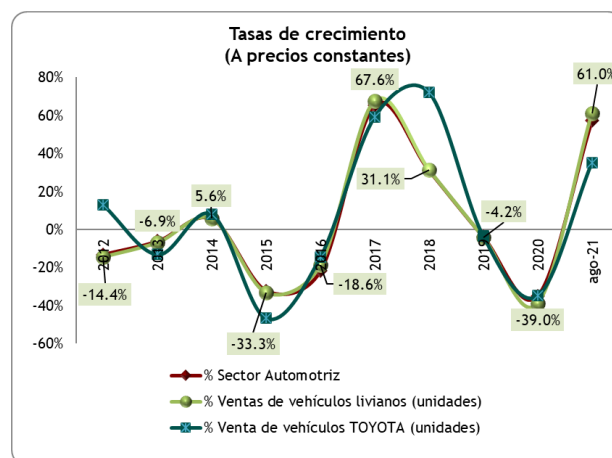
Se espera que la ley de protección a la dolarización fortalezca el sistema monetario y financiero del país. Entre otras cosas, prohíbe que el BCE, financie a los gobiernos locales u otras necesidades a través de compra de papeles con los recursos que deberían cubrir los dineros de los depositantes del sistema financiero. La reforma dispone que los dineros de los depositantes de la banca privada, cooperativas y mutualistas, que son administrados por el BCE, deberán estar cubiertos en un 100% hasta el 2026. El resto de los depósitos (de los gobiernos locales, de la seguridad social y otros) alcanzarán cobertura total en 2035, según el Ministro de Finanzas de ese entonces, Mauricio Pozo. (El Comercio, 24 abril de 2021).

El 2021 se vislumbra como un año de recuperación frente al 2020, especialmente por la confianza recuperada y las expectativas de avance del programa de vacunación del COVID-19. Sin embargo, las situaciones fiscal, social y política

siguen siendo complicadas y la incertidumbre de la economía persiste.

En relación con el sector automotriz, sus ventas han presentado una tendencia fluctuante desde el 2012, debido principalmente a las fuertes regulaciones tributarias y de comercio exterior impulsadas por el Gobierno de turno, ocasionando el aumento del costo de los vehículos y limitando su oferta con el establecimiento de cupos de importación. Esto, sumado a un entorno económico complicado, explica la contracción de las ventas (en unidades) del mercado automotriz ecuatoriano hasta el 2016.

Gráfico 1



Fuente: AEADE

Elaboración: BWR

A partir del 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 a partir de junio-2017 la estabilización del Impuesto al Valor Agregado (IVA) en 12%. Según datos oficiales de la AEADE las ventas del 2017 y 2018 presentaron alto crecimiento, ubicándolas en 105,077 y 137,615 unidades respectivamente.

En 2019, las ventas se contrajeron un 3.9%, con un total de 132,208 unidades vendidas, respondiendo a que la demanda que se encontraba rezagada fue en su mayoría cubierta en años anteriores y a la contracción de la economía.

En 2020 el sector automotor hizo frente a una importante contracción del consumo, ocasionada por el confinamiento obligatorio del primer semestre del año, por el deterioro del empleo y las tendencias adoptadas de teletrabajo, frente a la pandemia del COVID-19, sus ventas se situaron

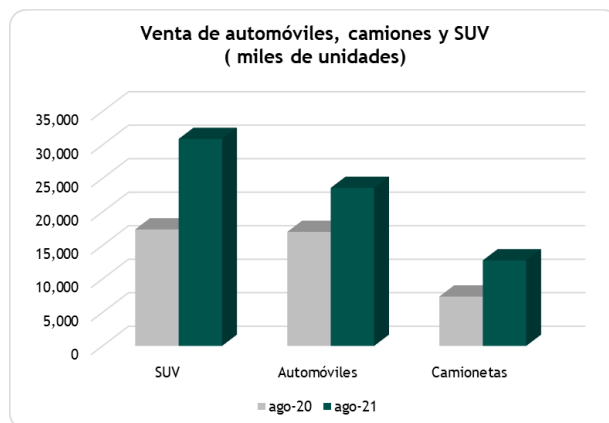
<sup>4</sup> <https://www.dw.com/es/ecuador-acuerda-un-cr%C3%A9dito-de-6000-millones-de-d%C3%B3lares-con-el-fmi/a-59127592>

en 86,158 unidades. Con corte agosto-2021 gracias a la reactivación económica se evidencia recuperación del 57% interanual, no obstante, las ventas son 14.1% inferiores a las reportadas en 2019.

El presente análisis se centrará en el subsector de vehículos livianos (automóviles, camionetas y SUV) que representa el 88% del sector automotriz. Como se puede apreciar en el gráfico 1, este subsector en los últimos años no ha presentado mayor variación con la tendencia de la industria. Con corte agosto-2021, el subsector registra una recuperación interanual del 61% un 4% por encima del crecimiento del sector.

La participación en ventas de vehículos ensamblados en agosto-2021 fue de 14,3%, mientras que el porcentaje restante corresponde a vehículos en su mayoría importados de China con una participación del 33,8% del mercado, seguido por Colombia (12,1%), Unión Europea (6,4%) y México (5,6%). El aumento de participación en agosto-2021 del 6,1% de vehículos chinos en relación con el mismo periodo del 2020 responde a los bajos precios con los que la industria China ha podido ingresar a mercados latinoamericanos gracias a su escala de producción y a los subsidios que su gobierno otorga a las exportaciones, otro factor relevante es el lanzamiento de nuevos modelos de vehículos que presentan mejoras en su calidad e innovación.<sup>5</sup>

Gráfico 2



Fuente: AEADE Elaboración BWR

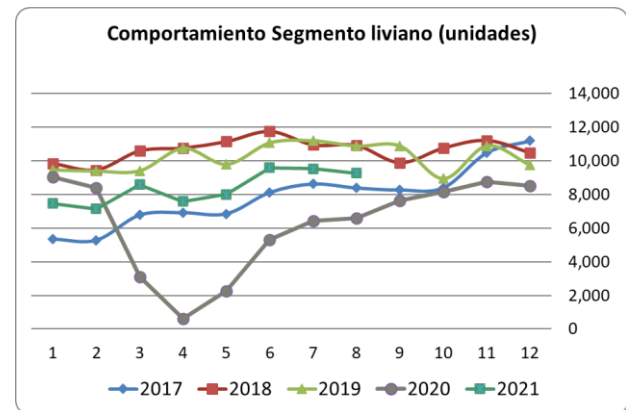
Como se muestra en el gráfico 2, las ventas de SUV, automóviles y camionetas incrementaron en un

<sup>5</sup> <https://www.primicias.ec/noticias/economia/ventas-vehiculos-china-recuperacion-ecuador/>

<sup>6</sup> <https://www.primicias.ec/noticias/economia/crisis-semiconductores-vehiculos-ecuador-escasez/>

78%, 39% y 73% respectivamente. En el gráfico siguiente se puede observar el comportamiento que ha tenido el subsector de vehículos livianos desde el año 2017, tomando en cuenta las ventas mensuales de cada año.

Gráfico 3



Fuente: AEADE Elaboración BWR

En lo que va del 2021 el sector se ha ido recuperando paulatinamente a pesar de la fuerte crisis que enfrenta el país y los problemas en la producción y distribución de vehículos a nivel mundial ocasionados por las restricciones de movilidad por incremento de casos de Covid-19 en países asiáticos y por escasez de semiconductores (chips) utilizados para la fabricación de vehículos y un sin número de otros productos digitales<sup>6</sup>. La escasez responde a la lenta respuesta de la industria de chips frente a la alta demanda de productos tecnológicos empleados para teletrabajo o la teleeducación, se estima que para el cierre del año la industria registre pérdidas de 100MM en el mundo<sup>7</sup>.

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

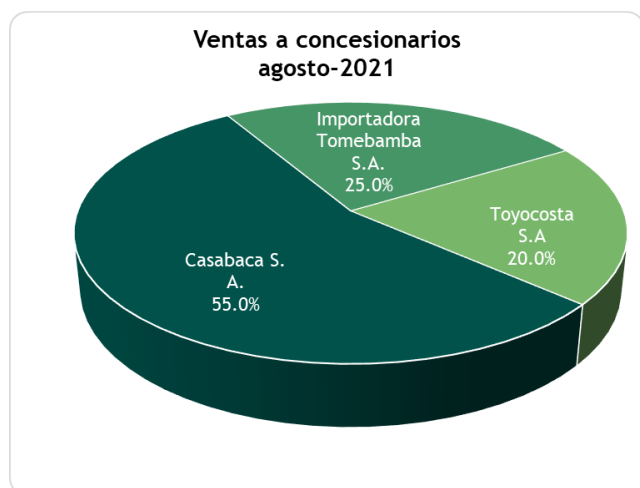
<sup>7</sup> <https://www.elcomercio.com/actualidad/negocios/oferta-economia-negocios-escasez-chip-electronico-vehiculos-televisores.html>

el derecho de uso exclusivo de distribución de los productos Toyota.

Mantiene acuerdos firmados con Toyocosta S.A., 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 99 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.

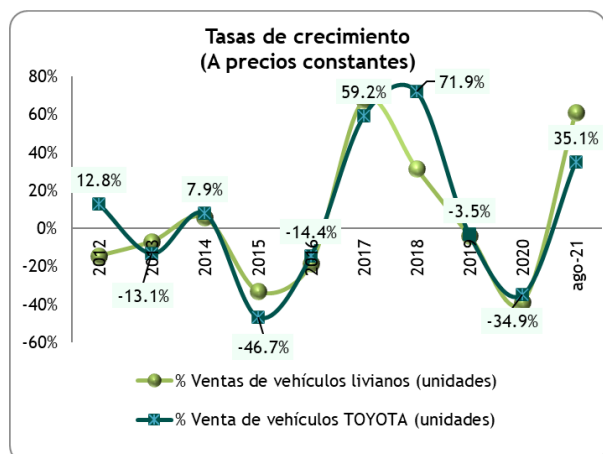
Gráfico 4



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

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

Gráfico 5

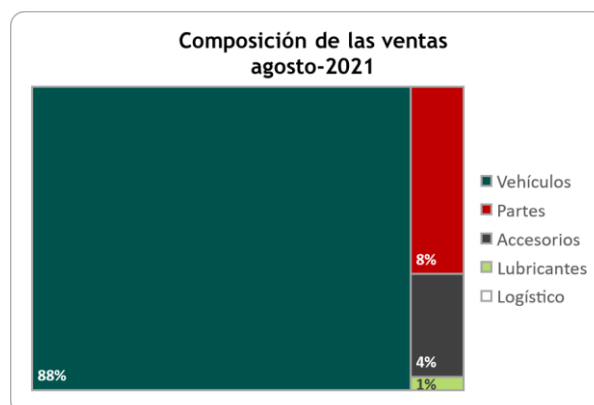


Fuente: Toyota del Ecuador S.A.

Elaboración: BWR

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 el 2020 la disminución en ventas de Toyota es 4.10% inferior a la contracción de vehículos livianos. A la fecha de corte los ingresos de la compañía se recuperaron 35.1% (61% recuperación ingresos vehículos livianos).

Gráfico 6



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

A agosto-2021, la marca Toyota posee un 5.4% del mercado automotriz frente a un 6.2% que mantenía a agosto-2020. 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.

**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 agosto-2021 el patrimonio de Toyota del Ecuador S.A. es de USD 18.3MM, y de este el 55% 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>

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 24 de febrero de 2021. Consideramos que, en caso de necesitarlo, el accionista tendría una elevada capacidad y una moderada voluntad de otorgar soporte hacia la operación local, dado el vínculo reputacional por el uso de marca, y la integración operativa y estratégica existente.

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

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

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

Como parte del vínculo que mantiene Toyota del Ecuador S.A. con su relacionada del exterior, las decisiones comerciales las maneja Toyota Tsusho Corporation desde Japón, es decir la cantidad y modelos de vehículos los envía Japón de acuerdo con los reportes y requerimientos de Toyota del Ecuador S.A., así también se define el plan de ventas del año. Una vez aprobado, se realiza la planificación de ventas mensuales y 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. Como parte del control de los procesos de ventas, postventa y mercadeo; el personal de Toyota del Ecuador S.A. visita los concesionarios y en ocasiones también lo hacen con funcionarios de Toyota Tsusho Corporation.

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

Actualmente, la Compañía no cuenta con una política establecida de reparto de dividendos, los

accionistas toman la decisión a su discreción según las circunstancias y siempre que no existan restricciones de hacerlo.

En 2017 se pagaron USD 1.3MM de dividendos, en 2018 USD 3.8MM, en 2019 USD 4.8MM y en 2020 USD 1.9 MM. Entre 2015 y 2020 el reparto de dividendos ha fluctuado entre 96.8% y 49% de los resultados generados. En 2021 no se repartieron dividendos y para los siguientes años se podría repartir el 50% de la utilidad generada el año anterior.

#### **GOBIERNO CORPORATIVO**

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

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

La Compañía se encuentra gobernada por la Junta General de Accionistas y administrada por el Directorio, Presidente del Directorio y el Presidente Ejecutivo.

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

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

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

En cuanto a los órganos de fiscalización y control, la Junta General de Accionistas nombró en 2020



un Comisario Principal y un Comisario Suplente, que vigilan las operaciones sociales, y son independientes de la Administración.

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

La empresa genera información financiera oportuna, íntegra y clara, cuya razonabilidad es auditada por firmas de reconocido prestigio de forma anual y se la maneja mediante aplicativos informáticos que facilitan su gestión.

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 área financiera y se revisa periódicamente en el Directorio. Tanto el presupuesto como las fuentes de financiamiento deben ser aprobadas por Toyota Tsusho Corporation.

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

Dentro de sus principales objetivos para 2021 se encuentran:

- Aplicar estrategias comerciales para retener y fidelizar a sus clientes.
- Promover modelos SUV cuyos precios y características compitan con las marcas líderes del mercado.
- Incrementar su inversión en marketing para promover masivamente sus productos.

## PERFIL FINANCIERO

### Presentación de Cuentas

Para el presente análisis se utilizaron los estados financieros individuales de Toyota del Ecuador S.A., auditados el 2016 por la firma Ernest & Young Ecuador E&Y Cía. Ltda., el 2017, 2018 y 2019 por la firma Deloitte & Touche y para el 2020 por la firma PricewaterhouseCoopers del Ecuador Cía. Ltda. 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 agosto-2021.

Hemos recibido por parte del emisor las proyecciones de los estados financieros para los años 2021, 2022 y 2023, 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.

### Ajustes por NIIF 16

La NIIF 16, que entró en vigor en enero-2019, define la identificación de los contratos de arrendamiento y su tratamiento contable en los estados financieros. En vez de registrarse cada pago como un gasto operativo, la norma dispone el registro inicial de un activo por el derecho de uso y un pasivo con un valor equivalente al valor presente de las cuotas a pagarse por el contrato de arrendamiento. Posteriormente, el activo se va amortizando de manera lineal en el tiempo del contrato y este valor se considera en el gasto operativo y es devuelto para efectos del cálculo del EBITDA.

Este esquema supone que el valor de pago mensual de arriendo incorpora implícitamente el pago de un costo de financiamiento del pasivo de arrendamiento y una porción de capital de dicha deuda. La primera porción se reconoce contablemente como gasto financiero, mientras que la segunda disminuye el saldo del pasivo.

Para efectos de este análisis, la Calificadora utiliza un EBITDA ajustado por el valor de arriendos operativos del período. Por otro lado, el pasivo por arrendamiento operativo no se considera como parte del pasivo financiero, debido a que es de naturaleza operativa; su cancelación periódica ya estaría reflejada en los flujos operativos ajustados, y en caso de cancelación anticipada del contrato de arrendamiento, el pasivo se cancelaría con la eliminación del activo intangible del derecho de uso de los bienes en cuestión, por lo cual no se requeriría recursos líquidos para el efecto.

### Gestión Operativa y Tendencias

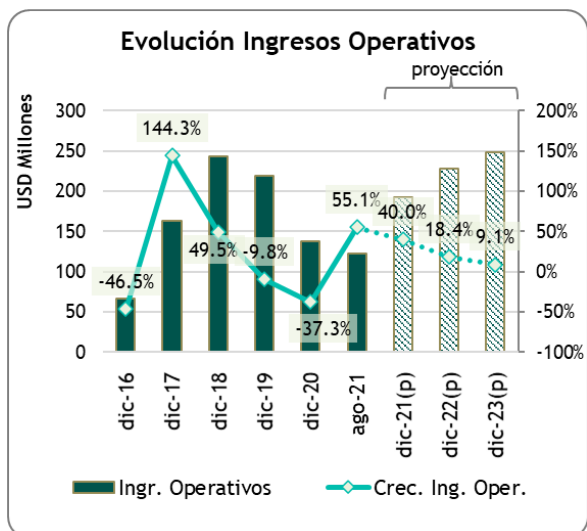
Los ingresos operativos de la Compañía han sido volátiles en los últimos cinco años, dicha variación se relaciona con los cambios en regulaciones del sector y movimientos propios del mercado automotriz y del entorno económico.

Al cierre del 2020, como resultado de la difícil situación macroeconómica del país, los ingresos se contrajeron en 37.1%. Cabe señalar que se evidencia un deterioro en los precios ya que la contracción en unidades es 2,44% inferior a la contracción en términos monetarios.

En lo que va del 2021 las ventas presentan una recuperación interanual de 55.1% influenciada por la recuperación paulatina de la demanda y el reabastecimiento parcial de inventario. Cabe

mencionar que como la se mencionó anteriormente el problema de stock de vehículos no se encuentra totalmente solventado, sin embargo, la Administración estima que hasta el mes de noviembre los problemas de producción sean solucionados.

Gráfico 7

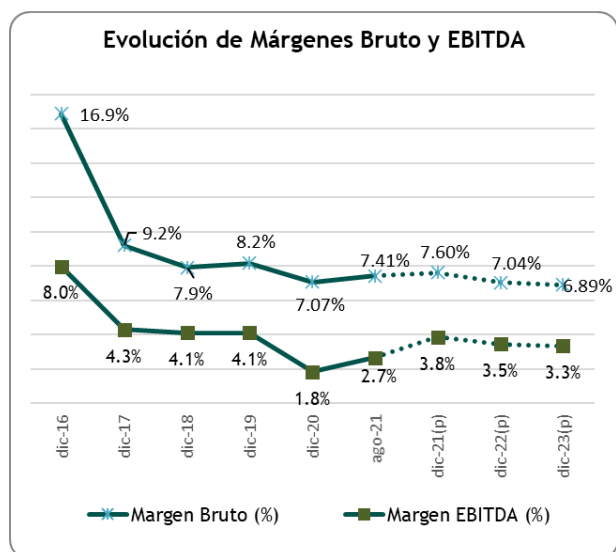


Fuente: Toyota del Ecuador S.A.  
Elaboración BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

Para el cierre del 2021, Toyota del Ecuador S.A. espera una recuperación del 56% en sus ingresos con respecto al 2020 impulsado en las estrategias comerciales planificadas y la expectativa de que no se repita el confinamiento obligatorio del año precedente.

La calificadora con un enfoque más conservador y considerando una recuperación paulatina del mercado proyecta que el crecimiento del ingreso será del 40%, el cual serían un 12.3% menores a los alcanzados en 2019.

Gráfico 8

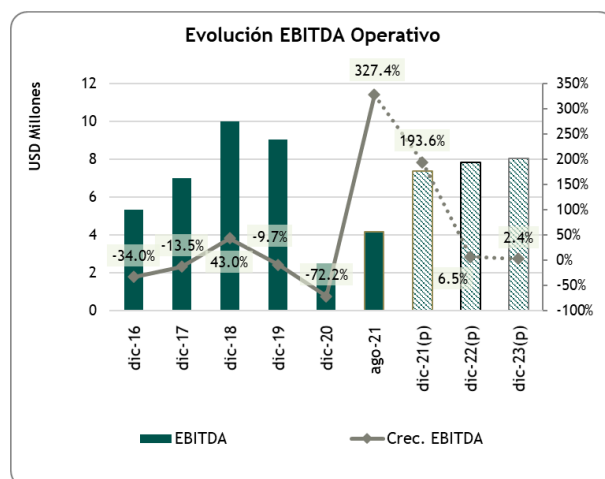


Fuente: Toyota del Ecuador S.A.

Elaboración BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

El margen bruto presentó una variación importante en los años 2016 y 2017 por las condiciones del mercado automotriz, desde el 2018 el margen ha fluctuado entre 7,1% y 8,5%. A la fecha de corte el margen bruto se ubicó en 7.4% superior en 0.34% al registrado a diciembre-2020, con el incremento de ingresos proyectado se espera mejora en el margen por mayor disolución de los costos fijos.

Gráfico 9



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

Los últimos cinco años la Compañía ha mantenido capacidad de generar flujos operativos positivos, el EBITDA presenta una tendencia fluctuante que responde directamente a las variaciones de los ingresos y la limitada flexibilidad de los gastos. Es así que al caer el nivel de ventas como es el caso del 2020, los gastos no pudieron diluirse, lo que se refleja en una caída del 57% del EBITDA y una reducción del margen EBITDA en 1,8% frente al 4.1% reportado en el 2019.

A la fecha de corte el EBITDA presenta una importante recuperación y se proyecta que al cierre del 2021 el margen EBITDA se ubique en 3.8%. Como se puede observar en el gráfico 9, a pesar de que la recuperación sería significativa con respecto al 2020, el EBITDA sería inferior en 18% al del 2019.

**Estructura del balance**

La composición del activo históricamente ha mantenido una tendencia bastante homogénea, sin embargo, al cierre del 2020 los fondos disponibles presentan un incremento atípico que responde a una significativa liberación de capital de trabajo derivada de la contracción del negocio.

A agosto-2021 el exceso de liquidez se empleó para pagar la deuda mantenida con instituciones del exterior, adicionalmente la compañía negocio mayores plazos de pago con su principal proveedor

lo que ocasionó que la deuda financiera se reduzca en 53% y la cobertura del patrimonio en relación con el activo mejoró.

ACTIVOS

	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	ago-21
Total Activo Corriente	89.7%	90.7%	91.9%	91.5%	88.6%	91.1%
Fondos Disponibles	18.3%	11.0%	12.2%	4.6%	32.6%	4.6%
Inversiones corto plazo	10.7%	4.9%	14.5%	1.6%	5.6%	0.0%
CxC Comerciales	15.8%	26.3%	17.8%	27.4%	14.7%	31.5%
Inventarios Neto	38.1%	45.0%	42.5%	50.5%	26.7%	48.5%
Gastos anticipados	5.8%	2.8%	4.3%	6.7%	8.3%	5.4%
Otros activos corrientes	1.0%	0.6%	0.6%	0.8%	0.7%	1.2%
Total Activo No Corriente	10.3%	9.3%	8.1%	8.5%	11.4%	8.9%
Propiedad, planta y equipo	9.0%	8.0%	6.6%	6.2%	7.7%	6.2%
Propiedades de inversión	0.0%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.0%
Activos Intangibles y Diferid	0.8%	0.6%	0.5%	1.3%	1.6%	1.0%
Otros activos	0.4%	0.5%	0.6%	0.8%	1.9%	1.6%
Total Activo	100%	100%	100%	100%	100%	100%

PASIVO Y PATRIMONIO

	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	ago-21
Total Pasivo Corriente	74.5%	73.5%	76.7%	73.8%	71.4%	74.1%
Deuda Financiera CP	69.4%	60.3%	71.4%	68.9%	69.5%	21.9%
Deuda Comercial	1.3%	7.3%	0.4%	0.4%	0.4%	47.9%
Pasivo por arrendamiento op	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.3%	0.1%
Otros Pasivos CP	3.8%	5.9%	4.9%	4.2%	1.2%	4.3%
Total Pasivo LP	0.8%	0.8%	1.1%	4.7%	2.9%	2.7%
Deuda Financiera LP	0.0%	0.0%	0.0%	2.9%	0.0%	0.0%
Otros pasivos LP	0.8%	0.8%	1.1%	1.4%	2.3%	2.2%
Pasivo por arrendamiento op	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	0.5%	0.5%
PATRIMONIO	24.7%	25.7%	22.2%	21.6%	25.7%	23.2%
Total Pasivo y Patrimonio	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Toyota del Ecuador S.A.

Elaboración: BWR

Con respecto a la capacidad de los activos para ser liquidados, el 91.1% se encuentra clasificado como activo corriente. Los inventarios son las que mayor participación tienen dentro del activo corriente, seguido por las cuentas por cobrar comerciales con sus empresas relacionadas. Por la naturaleza de los activos pertenecientes a esta clasificación, se estima que sean recuperables a corto plazo, a diferencia de los activos mencionados en el párrafo anterior, que por ser de largo plazo no se puede anticipar el tiempo y condiciones de liquidación, en caso de requerirse.

En cuanto a la calidad de los principales activos, las cuentas por cobrar se miden a su valor razonable. Los inventarios por su parte son registrados al menor entre el costo y el valor neto realizable, la estimación de inventarios obsoletos lo realiza la Administración en base a la evaluación de antigüedad de inventario y se encuentran aptos para la comercialización. La propiedad y equipos son registrados al costo, menos depreciaciones acumuladas y pérdidas por deterioro, en caso de producirse. Los activos fijos son depreciados de acuerdo con la vida útil establecida y se los da de baja por retiro o venta, lo que garantiza que el saldo contemplado en libros se encuentre razonablemente presentado.

Flujo de caja, endeudamiento y tendencias

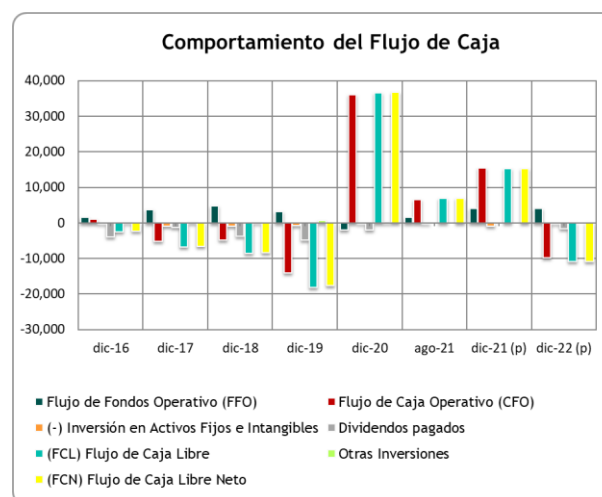
Los flujos de fondos operativos hasta el 2019 han mantenido una tendencia positiva, en el 2020 se presentan flujos de fondos negativos que responden principalmente a la carga financiera que no pudo ser diluida con los resultados

obtenidos. El flujo de caja operativo (CFO) en el 2020 fue positivo gracias a la fuerte liberación de inventario y recuperación de cuentas por cobrar, a diferencia de años anteriores en los cuales fue negativo por requerimientos de capital de trabajo.

A agosto-2021, el flujo de caja operativo (CFO) fue de USD 6.6MM gracias al mayor financiamiento de proveedores que cubrió con los requerimientos de inventario y la flexibilización de los plazos de crédito a clientes. Para el cierre del 2021 se prevé que el flujo de fondos operativo sea positivo, tanto por el crecimiento de los ingresos, como por el hecho de que desde este año Toyota Tsusho Corporation y Toyota Tsusho America están otorgando financiamiento directo de inventario, en sustitución al esquema de deuda financiera garantizada.

La Compañía ha mantenido un promedio de 30 días de cobro en los últimos 3 años y la rotación del inventario se ha mantenido sobre los 60 días. A la fecha de corte los días de cuentas por cobrar e inventarios mantienen su tendencia, mientras que se evidencia el nuevo financiamiento de inventario recibido de Toyota Tsusho Corporation y Toyota Tsusho América. Se proyecta que para el 2021 y 2022 los días de cuentas por cobrar e inventario se mantengan a niveles del 2020 y que, considerando la negociación de 90 días de pago con sus proveedores Toyota Tsusho Corporation y Toyota Tsusho América, los días de cuentas por pagar lleguen a ubicarse en 85 días.

Gráfico 10



(X) Indicador en veces

Fuente: Toyota del Ecuador S.A.

Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

Por la naturaleza de la Compañía el requerimiento de activos fijos e intangibles es bajo y flexible, en el 2020 y hasta agosto-2021 la inversión realizada fue de USD 223M, superior a la inversión realizada durante 2020, se estima que hasta finalizar el año la inversión alcance los USD876M y principalmente

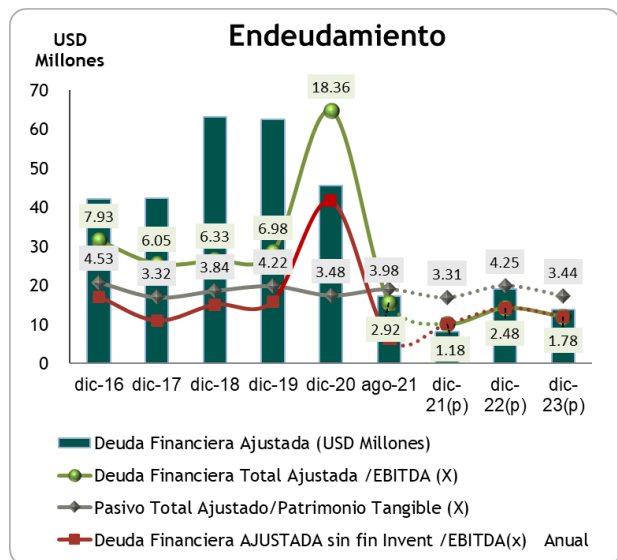
se concentre en adquisición de software necesario para mejora de gestiones post venta.

En relación con los dividendos, como se mencionó anteriormente son pagados en función de la determinación anual de la Junta de Accionistas. Hasta el 2019 se pagaron todos los años hasta el 89% de la utilidad del año anterior, mientras que en el 2020 se pagó el 49% de la utilidad del 2019 y en el 2021 no se pagarán dividendos.

Se prevé que el flujo de caja operativo y flujo de caja libre se mantengan positivos considerando el aumento en el apalancamiento de proveedores, la disminución en la inversión de CAPEX y la determinación de no repartir dividendos en el periodo.

En lo que respecta al indicador de Deuda Financiera Ajustada/EBITDA, a diciembre del 2020 tiene un incremento significativo, debido a la variación coyuntural del EBITDA que como se mencionó anteriormente fue duramente golpeado por la disminución de las ventas. A la fecha de corte el indicador se ubica en 2.92 veces y la deuda financiera se registra por debajo de los 20MM. Para el cierre del 2021 se espera que con la recuperación de las ventas el indicador sea de 2.11 veces, y por tanto la flexibilidad financiera de la empresa mejore.

Gráfico 11



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

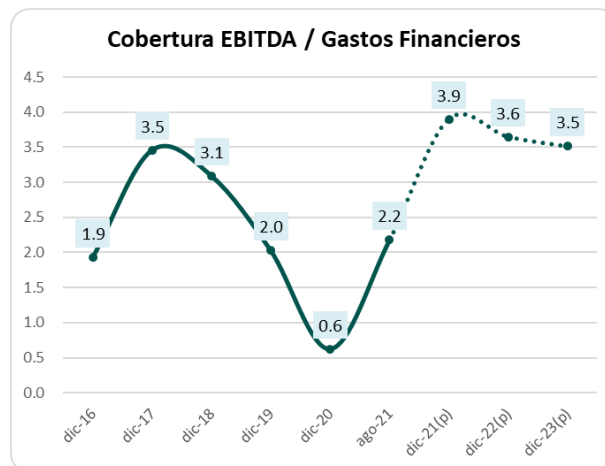
**Capacidad de Pago y Liquidez**

La cobertura del gasto financiero ha mantenido históricamente en niveles mayores a 2 veces, con excepción del 2020, año en el EBITDA se redujo significativamente y el indicador se ubicó en 0.6 veces.

A la fecha de corte la cobertura del gasto

financiero se ha recuperado a niveles similares a los históricos gracias a la recuperación de ingresos y la disminución de intereses por el cambio de deuda financiera por endeudamiento con proveedores a menor tasa, se espera que al cierre del 2021 los niveles de cobertura sean más holgados y de esta manera aumente su flexibilidad financiera.

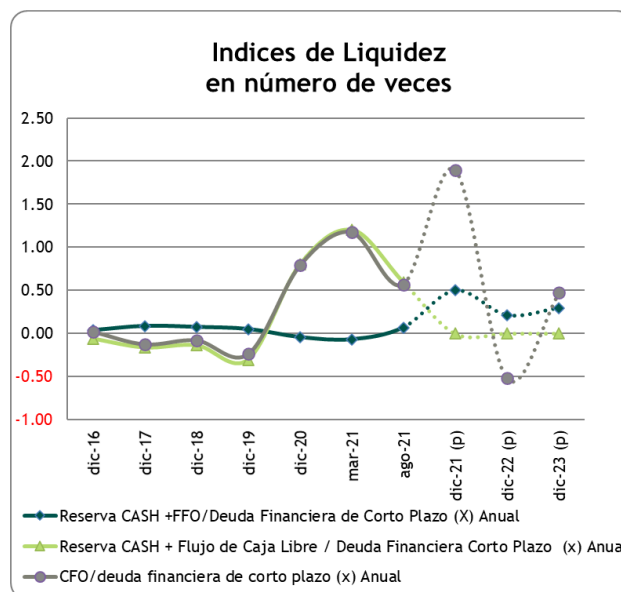
Gráfico 12



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

A la fecha de corte la Compañía mantiene una caja superior en 83% a la requerida según la administración de USD 2MM. Adicionalmente cuenta con líneas de crédito abiertas con bancos locales por 58MM, de los cuales únicamente se ha utilizado el 29%, y con la apertura de volver a acceder a financiamiento en el exterior con el respaldo de Toyota Tsusho Corporation. Como se muestra en el gráfico 13.

Gráfico 13



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

Considerando lo antes expuesto se prevé que en los próximos años la Compañía siga manteniendo flexibilidad en caso de requerir fondeo para su operación.

#### 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 1.24 veces. Para el cálculo de la cobertura de los activos que muestra el cuadro, 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	ago-21
Activo Ajustado (USD M)	76,036
Activo Total (USD M)	79,033

Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios, empleados e IESS	2,472	2,472	30.76
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	-	2,472	30.76
3era	Deuda sin garantía específica de balance	58,610	61,082	1.24
	<b>TOTAL</b>	<b>61,082</b>	<b>61,082</b>	<b>1.24</b>

La presente emisión tiene garantía general, por lo cual está respaldada por todos los activos no gravados del emisor, cuya calidad se analizó en un apartado anterior. Los activos que respaldan la emisión son cuentas por cobrar por USD 5MM. 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.

#### 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. Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.
2. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
3. Mantener durante la vigencia de la emisión la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.

Se entenderá por activos depurados al total de activos del emisor menos: los activos diferidos o impuestos diferidos; los activos gravados; los activos en litigio y el monto de las impugnaciones tributarias, independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren; los derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros; cuentas y documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados; cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por conceptos ajenos a su objeto social; y las inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.

Se deja constancia que el incumplimiento de los resguardos dará lugar a declarar de plazo vencido a la emisión. Para el efecto se procederá conforme a lo previsto en los respectivos contratos de emisión para la solución de controversias.

Las emisiones tienen garantía general del emisor, en los términos de la Ley de Mercado de Valores, Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero y la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros y demás normas aplicables.

Por último, cabe mencionar que el monto autorizado del programa de papel comercial y de la emisión de obligaciones asciende a USD 14MM, que representa el 76.4% del patrimonio, por lo que no supera los límites establecidos por la legislación vigente (200%).



---

**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.

Actualmente, la Compañía no mantiene emisiones vigentes en Mercado de Valores, hasta junio-2021 estuvieron vigentes la I Emisión de Obligaciones y el I Programa de Papel Comercial.

Atentamente,

Carlos Ordóñez, CFA

Director de Mercado de Valores y Seguros

TOYOTA DEL ECUADOR S.A. (Miles de USD)	PROYECCIONES BWR						PROYECCIONES BWR		
	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	ago-21	dic-21	dic-22	dic-23
<b>Resumen Balance</b>									
Caja y Equivalentes de Caja	17,612	11,146	23,652	5,356	25,049	3,669	3,000	3,000	3,000
Cuentas por Cobrar Comerciales	9,594	18,393	15,720	23,831	9,599	24,867	11,765	15,832	17,270
Inventarios	23,112	31,520	37,594	43,938	17,455	38,336	41,105	49,022	44,328
Activos fijos	5,462	5,585	5,884	5,425	5,040	4,913	5,409	5,046	4,684
Otros Activos	4,919	3,365	5,636	8,529	8,323	7,248	10,900	14,707	15,617
<b>Total Activos</b>	<b>60,700</b>	<b>70,010</b>	<b>88,486</b>	<b>87,080</b>	<b>65,466</b>	<b>79,033</b>	<b>72,179</b>	<b>87,607</b>	<b>84,900</b>
Cuentas por Pagar Proveedores	761	5,109	322	379	284	37,833	39,530	40,933	40,553
Deuda Financiera Total	42,153	42,246	63,208	62,945	45,971	17,649	8,403	19,309	14,127
Deuda Financiera Corto Plazo	42,153	42,246	63,208	59,989	45,515	17,270	8,024	18,931	13,748
Deuda Financiera Largo Plazo	0	0	0	2,500	0	0	0	0	0
Contingentes que deban ser considerados como deuda financiera	0	0	0	456	456	378	378	378	378
Otros Pasivos	2,773	4,684	5,321	5,425	2,827	5,600	4,381	5,331	6,234
<b>Total Pasivos</b>	<b>45,686</b>	<b>52,039</b>	<b>68,850</b>	<b>68,293</b>	<b>48,626</b>	<b>60,703</b>	<b>51,935</b>	<b>65,194</b>	<b>60,535</b>
<b>Patrimonio</b>	<b>15,014</b>	<b>17,970</b>	<b>19,635</b>	<b>18,787</b>	<b>16,840</b>	<b>18,330</b>	<b>20,245</b>	<b>22,412</b>	<b>24,364</b>
<b>Resumen de Resultados</b>									
Ventas	66,661	162,826	243,352	219,402	137,514	122,616	192,520	227,977	248,694
Costo de ventas	-55,410	-147,820	-224,066	-201,473	-127,789	-113,531	-177,884	-211,938	-231,561
Otros ingresos operativos	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Egresos operativos	(6,758)	(8,143)	(9,656)	(9,509)	(8,016)	(5,623)	(8,829)	(9,173)	(9,960)
<b>EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación)</b>	<b>4,494</b>	<b>6,863</b>	<b>9,631</b>	<b>8,420</b>	<b>1,709</b>	<b>3,462</b>	<b>5,806</b>	<b>6,865</b>	<b>7,173</b>
Ingresos y gastos no operativos neto	744	617	947	1,382	2,623	399	695	784	661
Gasto Financiero del período	(2,756)	(2,020)	(3,230)	(4,446)	(4,011)	(1,846)	(1,848)	(2,142)	(2,277)
Impuesto a la renta	-969.40	-1,190.88	-1,830.79	-1,405.09	-207.90	-525.21	(1,213)	(1,616)	(1,648)
<b>RESULTADO NETO DE LA GESTION</b>	<b>1,500</b>	<b>4,312</b>	<b>5,476</b>	<b>3,951</b>	<b>1</b>	<b>1,490</b>	<b>3,404</b>	<b>3,870</b>	<b>3,887</b>
Otros resultados integrales	-12	42	-41	56	-67	0	0	0	0
<b>RESULTADO INTEGRAL DEL AÑO</b>	<b>1,500</b>	<b>4,312</b>	<b>5,476</b>	<b>3,951</b>	<b>1</b>	<b>1,490</b>	<b>3,404</b>	<b>3,870</b>	<b>3,887</b>
<b>Resumen Flujo de Caja</b>									
<b>EBITDA OPERATIVO</b>	<b>5,312</b>	<b>6,989</b>	<b>9,990</b>	<b>9,023</b>	<b>2,504</b>	<b>4,160</b>	<b>7,354</b>	<b>7,829</b>	<b>8,017</b>
(-) Gasto Financiero del período	-2,756	-2,020	-3,230	-4,446	-4,011	-1,846	-1,848	-2,142	-2,277
(-) Impuesto a la renta del período	-969	-1,284	-1,998	-1,482	-414	-610	-1,298	-1,616	-1,648
(-) 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>1,587</b>	<b>3,684</b>	<b>4,763</b>	<b>3,095</b>	<b>-1,921</b>	<b>1,705</b>	<b>4,207</b>	<b>4,071</b>	<b>4,092</b>
(-) Variación Capital de Trabajo	-562	-8,892	-9,623	-17,215	37,938	4,847	11,415	-13,916	2,508
<b>CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)</b>	<b>1,025</b>	<b>-5,208</b>	<b>-4,860</b>	<b>-14,120</b>	<b>36,018</b>	<b>6,552</b>	<b>15,622</b>	<b>-9,844</b>	<b>6,600</b>
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	744	644	947	1,382	2,623	399	695	784	661
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	-26	0	0	0	0	0	0	0
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	0	26	-26	0	71	136	0	0	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-3,965	-1,356	-3,750	-4,800	-1,948	0	0	-1,702	-1,935
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-288	-933	-856	-469	-89	-223	-840	-108	-108
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	-4	-4	-99	-188	-112	0	-36	-36	-36
<b>(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)</b>	<b>-2,488</b>	<b>-6,857</b>	<b>-8,645</b>	<b>-18,195</b>	<b>36,563</b>	<b>6,864</b>	<b>15,441</b>	<b>-10,906</b>	<b>5,182</b>
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	14,300	93	20,962	-719	-16,974	-28,244	-37,490	10,906	-5,182
OTRAS INVERSIONES NETO	80	297	189	618	105	0	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>11,892</b>	<b>-6,467</b>	<b>12,506</b>	<b>-18,296</b>	<b>19,693</b>	<b>-21,380</b>	<b>-22,049</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (I)</b>	<b>17,612</b>	<b>11,146</b>	<b>23,652</b>	<b>5,356</b>	<b>25,049</b>	<b>3,669</b>	<b>3,000</b>	<b>3,000</b>	<b>3,000</b>
<b>Indicadores</b>									
Patrimonio Tangible	10,095	15,668	17,943	16,289	14,104	15,334	15,872	15,481	17,769
% crecimiento en ingresos operativos	-46.5%	144.3%	49.5%	-9.8%	-37.3%	55.1%	40.0%	18.4%	9.1%
MARGEN EBIT (%)	6.7%	4.2%	4.0%	3.8%	1.2%	2.8%	3.0%	3.0%	2.9%
MARGEN EBITDA (%)	8.0%	4.3%	4.1%	4.1%	1.8%	3.4%	3.8%	3.4%	3.2%
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexil	1.58	2.82	2.47	1.70	0.52	1.92	3.28	2.90	2.80
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del periodo)(x)	1.93	3.46	3.09	2.03	0.62	2.25	3.98	3.65	3.52
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	1.93	3.46	3.09	2.03	0.62	2.25	3.98	3.65	3.52
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x)	7.93	6.05	6.33	6.98	18.36	2.83	1.14	2.47	1.76
Deuda Financiera AJUSTADA sin fin Invent /EBITDA o EBITDAR OPER	3.38	1.44	2.72	2.99	11.08	-	1.14	2.47	1.76
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERAT	4.62	4.45	3.96	6.38	8.35	2.24	0.73	2.08	1.39
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	74%	70%	76%	77%	73%	49%	29%	46%	37%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.04	0.09	0.08	0.05	-0.04	0.15	0.52	0.22	0.30
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	0.02	-0.12	-0.08	-0.24	0.79	0.57	1.95	-0.52	0.48
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	-0.06	-0.16	-0.14	-0.30	0.80	0.60	1.92	-0.58	0.38
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	-0.06	-0.16	-0.13	-0.29	0.81	0.60	1.92	-0.58	0.38

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

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de BANKWATCH RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que BANKWATCH RATINGS evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de BANKWATCH RATINGS y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados al riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. BANKWATCH RATINGS no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de BANKWATCH RATINGS son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de BANKWATCH RATINGS estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de BANKWATCH RATINGS. BANKWATCH RATINGS no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados con relación a los títulos. La asignación, publicación o diseminación de una calificación de BANKWATCH RATINGS no constituye el consentimiento de BANKWATCH RATINGS a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo la normativa vigente. Todos los derechos reservados. ©® BankWatch Ratings 2021.