

Ecuador  
Obligaciones  
Primer Seguimiento

Toyota del Ecuador S.A.

## Calificación

Tipo Instrumento	Resultado Calificación	Último cambio
II Emisión de Obligaciones	AAA	NR
II Programa Papel Comercial	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)	dic.-21	feb.-22
Activos	65.5	76.4
Ventas	137.5	42.9
Margen EBITDA (%)	1.82%	1.94%
ROE (%) *	0.38%	6.10%
Deuda / capitalización (%)	73.19%	20.88%
CFO / Deuda Fin CP (X)*	0.79	-2.88
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X)	0.80	-3.87
Deuda Financiera Total Ajustada / EBITDA (x)*	18.36	1.08
Deuda Financiera AJUSTADA sin fin Invent / EBITDA o EBITDAR (x)*	11.08	1.08
Deuda Financiera Total Ajustada/FFO (x)*	(23.93)	4.66

\*Indicador anualizado para febrero-2022  
Fuente: Toyota del Ecuador S.A.  
Elaboración BWR

### Contactos:

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

Ma. Sara Flores  
(5932) 226 9767  
sflores@bwratings.com

## Fundamento de la calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings S.A., **decidió mantener la calificación de "AAA" a la II Emisión de Obligaciones y al II Programa de Papel Comercial 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 6.9% a febrero-2022 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 nacional, en 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 y recuperar sus indicadores en 2021. 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 EMISIONES CALIFICADAS

A continuación, se presenta un detalle de las emisiones calificadas en este informe:

II Programa de Papel Comercial	
Emisor:	TOYOTA DEL ECUADOR S.A.
No. de Resolución	No. SCVS-IRQ-DRMV-2021-00011271
Fecha de Aprobación SCVS	23-dic.-21
Monto Programa	9,000,000
Monto en circulación	0
Plazo del Programa	720 días
Plazo	Hasta 359 días
Fecha Vencimiento	13-Dec-23
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	Capital de trabajo específicamente compra de inventario y 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.

II Emisión de Obligaciones	
Emisor:	TOYOTA DEL ECUADOR S.A.
No. de Resolución	No. SCVS-IRQ-DRMV-2021-00011269
Fecha de Aprobación SCVS	23-dic.-21
Monto total de la emisión	5,000,000
Clase:	Clase B
Monto en circulación	5,000,000
Plazo	720 días
Fecha de Emisión	04-Feb-22
Fecha de Vencimiento	04-Feb-24
Cupón de interés	5.00%
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

#### Entorno macroeconómico mundial

La pandemia del COVID-19 ha afectado la economía global, debido al cierre de negocios y las restricciones para circular. El Banco Mundial (BM) calcula que en 2020 el PIB de todo el planeta se contrajo en 3.4%, mientras que el de América Latina y el Caribe lo hizo en 6.4%<sup>1</sup>. Así mismo, el BM estima que en 2021 la economía del mundo habría crecido en 5.5%, gracias principalmente a la rápida recuperación registrada por Estados Unidos y China<sup>2</sup>. Por otro lado, para América Latina y el Caribe (ALC) el indicador es un poco más alentador, sujeto a la disminución en muertes por COVID y el incremento de la vacunación a sus poblaciones, con un crecimiento de 6.9% en 2021.

Se teme sin embargo que, a pesar del rebote en el crecimiento del año pasado, para 2022 y 2023 los indicadores se ubicarían por debajo del 3% para la región latinoamericana, similares a los niveles de 2010. Estos pronósticos traen consigo preocupaciones por el desarrollo y la igualdad, ya que reflejan las grandes brechas en distribución del ingreso todavía muy marcadas. Estos indicadores se encuentran ajustados a la baja en 0.4% frente a la estimación de inicios de año debido a la invasión rusa en Ucrania.

La ralentización del crecimiento latinoamericano se da por la disminución en el crecimiento proyectado para México, Chile, Colombia y Perú; así como la desaceleración de Argentina en 2022-2023 y la de Brasil en 2021. Factores influyentes en los ajustes en el crecimiento estimado según el Banco Mundial son: la falta de recuperación del mercado laboral a sus niveles prepandemia; disminución de la demanda global a causa de un lento crecimiento de las economías desarrolladas; reducción de ayuda para la región por el alza de precios de *commodities*; políticas fiscales y monetarias estrictas<sup>3</sup> y, la guerra entre Rusia y Ucrania. El Banco Mundial destaca los efectos a

<sup>1</sup> Banco Mundial: Perspectivas económicas mundiales <https://www.bancomundial.org/es/publication/global-economic-prospects>

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

<sup>3</sup> Banco Mundial: Perspectivas económicas mundiales <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/36519/9781464817601.pdf>

largo plazo provocados por la pandemia, como significativos retrasos en los niveles de educación. Si bien la mayoría de países de la región podrán revertir pérdidas en el PIB incurridas durante la crisis de la pandemia, las expectativas para ALC ubican a la región dentro de las de menor crecimiento esperado<sup>4</sup>. El reporte más reciente del Banco Mundial presenta cómo ALC necesita de manera urgente implementar políticas y reformas que se adapten a las nuevas necesidades de *crecimiento verde*. En ese informe se destaca que la región posee un gran potencial por sus recursos naturales (capital natural), así como las reservas de litio y cobre, materias utilizadas en tecnologías verdes para generar nuevas industrias y exportaciones adaptadas a nuevas necesidades frente al cambio climático. Se alerta también que, cerca de 6 millones de personas podrían caer en la pobreza extrema en la región; que la agricultura tenga serios impactos negativos por la reducción de rendimiento en los cultivos; la estabilidad en la generación energética también tendría impactos negativos por los cambios del ciclo hidrológico.

América Latina y el Caribe enfrenta un escenario de incertidumbre, donde se necesita fortalecer los ingresos fiscales, la educación, la credibilidad y generar un gasto más eficiente. El BM propone implementar políticas de fijación de precios para la adopción de nuevas tecnologías y reformar los subsidios a combustibles fósiles, así como generar compromisos y planes a largo plazo creíbles para acelerar la adopción de tecnologías que se adapten y permitan mitigar impactos del cambio climático<sup>5</sup>.

### ***Incertidumbre a nivel global***

El entorno mundial actualmente se caracteriza por la incertidumbre, donde el conflicto armado en Europa impacta negativamente las expectativas de recuperación y amenaza con nuevas crisis a niveles nacionales, regionales y globales en diversos frentes<sup>6</sup>. La Federación Rusa ha recibido distintas sanciones económicas y bloqueos dentro de los que se destacan: prohibición de exportaciones hacia Rusia de materiales y tecnologías para refinación de petróleo, componentes de aeronaves, semiconductores; bancos rusos han sido expulsados del sistema SWIFT; se han congelado parte de las reservas internacionales rusas; se han prohibido

importaciones de gas natural y petróleo rusos (Estados Unidos y Reino Unido); las importaciones de energía rusa por parte de la Unión Europea han caído; se ha bloqueado espacio aéreo para aerolíneas rusas entre otras sanciones. Rusia es uno de los principales proveedores a nivel mundial de materias primas para diversas industrias.

El Departamento de Asuntos Económicos y Sociales de las Naciones Unidas estima que el conflicto entre Rusia y Ucrania podría disminuir las cifras de crecimiento mundial en 0.8% para 2022, y esta cifra podrá verse alterada dependiendo de su duración e intensidad. Por parte de la Organización Mundial de Comercio (OMC), se estima que la guerra podría disminuir a la mitad el crecimiento mundial de 2022, con un indicador de 2.8% (el comercio internacional de mercancías crecería en 3%, 1.7% menos que su proyección original, y se considera un ajuste a la baja en los próximos meses)<sup>7</sup>.

Las Naciones Unidas (NNUU) identifican cuatro aristas principales de afectación de la guerra: shocks en los precios de commodities y de energía; crisis de refugiados; riesgo de crisis alimentaria, y estrés en mercados financieros. Los precios del petróleo, gas natural y metales han presentado crecimiento sostenido desde inicios del conflicto; los commodities agrícolas que dependen de estos insumos también han mostrado picos en sus precios y se espera que los precios del sector industrial igualmente presenten incrementos. Si bien los exportadores de estos productos han aprovechado de los precios altos, este suceso trae consigo altos niveles inflacionarios a nivel general, afectando la cadena global de suministro, que ya viene enfrentando una crisis por la pandemia. Ucrania y Rusia representan el 25% de las exportaciones mundiales de trigo, el 16% de maíz y el 56% del aceite de girasol; al ser proveedores clave de estos alimentos que sirven de insumo para varias industrias alimenticias, la guerra presenta una amenaza para el abastecimiento, así como para los precios que se encuentran escalando sustancialmente. Los precios de los sustitutos como el aceite de palma también enfrentan un incremento pronunciado. Rusia por su parte también es productor de componentes de fertilizantes, por lo que los precios de estos también se han elevado; impactando así a la

<sup>4</sup> Banco Mundial: La recuperación en América Latina y el Caribe demanda reformas urgentes y aprovechar las oportunidades del crecimiento verde - <https://www.bancomundial.org/es/news/press-release/2022/04/07/recuperacion-oportunidades-verdes>

<sup>5</sup> Banco Mundial: La recuperación en América Latina y el Caribe demanda reformas urgentes y aprovechar las oportunidades del crecimiento verde - <https://www.bancomundial.org/es/news/press-release/2022/04/07/recuperacion-oportunidades-verdes>

<sup>6</sup> NNUU: World Economic Situation and Prospects: April 2022 Briefing, No. 159 - <https://www.un.org/development/desa/dpad/publication/world-economic-situation-and-prospects-april-2022-briefing-no-159/>

<sup>7</sup> AFP: Jefa de la OMC advierte del riesgo de división de la economía mundial por guerra en Ucrania - <https://www.france24.com/es/minuto-a-minuto/20220412-jefa-de-la-omc-advierte-del-riesgo-de-divisi%C3%B3n-de-la-econom%C3%ADa-mundial-por-guerra-en-ucrania>

producción agrícola mundial. Por su parte, la afectación al sector financiero es notoria por los altos niveles de incertidumbre y el alza de la tasa de interés por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos (FED). Los mercados financieros pueden verse desestabilizados si la guerra se expandiera geográficamente. Finalmente, respecto a la crisis de refugiados, se han registrado a la fecha 3.6 millones de personas (niños y mujeres principalmente) que han escapado de las zonas de mayor conflicto en Ucrania, y se espera que la cifra sea aún mayor en el futuro según la ACNUR (agencia para refugiados de las NNUU)<sup>8</sup>.

Adicionalmente al conflicto armado, el mundo se encuentra en expectativa de los recientes confinamientos en China para evitar la propagación del COVID-19, que ha presentado los picos más elevados desde el inicio de la pandemia. Según la directora de la OMC, estos confinamientos pueden provocar una escasez de insumos manufactureros, así como presionar a mayores niveles de inflación. La política de “Cero Covid” de China implementa confinamientos de ciudades enteras para poder erradicar los contagios de la variante Ómicron, y contempla relajar las medidas una vez que se consiga cero transmisión comunitaria<sup>9</sup>. Sin embargo, ciudades como Shanghái (25 millones de habitantes), que se encuentra en confinamiento ponen en riesgo el comercio internacional ya que es uno de los principales puertos a nivel mundial y los contenedores se encuentran varados en sus instalaciones. La economía china ha comenzado a ver efectos en su producción al haberse frenado actividades productivas, donde la falta de camiones para la logística interna y transporte de materias primas y la falta de obreros presencialmente se hacen presentes. Expertos económicos pronostican menores crecimientos a los esperados a causa de los aislamientos. Los índices bursátiles chinos también han presentado disminuciones<sup>10</sup>.

### Entorno macroeconómico nacional

El primer año de pandemia fue extremadamente complejo para Ecuador, con una economía sin flexibilidad monetaria, 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 riesgo país, en marzo de 2020 cerró en 6,063 puntos base, el nivel más alto en los últimos diez años, y una calificación de “Restricted Default” otorgada por FITCH Ratings. Luego de conocerse los resultados de los comicios presidenciales y de la aprobación de la ley para la protección de la dolarización, el indicador bajó más de trescientos puntos. En 2022 ha fluctuado alrededor de 800 puntos el mes de abril, con un pico de 895 a inicios de marzo. Al momento la calificación de Fitch para el Ecuador es de B-.

Los resultados electorales favorables a la inversión privada y a una gestión eficiente de recursos han fomentado en el entorno operativo del Ecuador un ambiente de mayor confianza, que sería el factor preponderante en la expectativa de recuperación del país. En los primeros meses de 2022 el Gobierno afirma su compromiso con la atracción e incentivo de inversión privada local y extranjera. Para inicios del segundo trimestre del año cuentan con la aprobación de diversos contratos de inversión por aproximadamente USD 960 millones<sup>11</sup>, que se espera generen nuevas plazas de empleo vinculadas a varios sectores productivos<sup>12</sup> en diferentes provincias del país.

El Banco Central del Ecuador (BCE) informó una recuperación del PIB constante de 4.24% en 2021, luego de la contracción de 2020 (-7.79%) a causa de la crisis económica de la pandemia del COVID-19<sup>13</sup>. El BCE estima que el PIB del país crecerá en 2.8%<sup>14</sup> en 2022, gracias a la reactivación

<sup>8</sup> NNUU - World Economic Situation and Prospects: April 2022 Briefing, No. 159

<sup>9</sup> Bloomberg: China's Goal in Zero Pursuit Shifts Amid Omicron Outbreak - <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-04-12/u-s-tells-non-essential-government-workers-to-leave-shanghai>

<sup>10</sup> Bloomberg: China's Covid Outbreak Worsens as Shanghai Cases To 26,000 - <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-04-11/shanghai-covid-infections-top-26-000-as-city-s-outbreak-grows> y gestión Perú: El confinamiento en Shanghái amenaza con agitar la economía mundial <https://gestion.pe/mundo/el-confinamiento-en-shanghai-amenaza-con-agitar-la-economia-mundial-noticia/?ref=gesr>

<sup>11</sup> MPCEIP: ECUADOR SUMA USD 960 MILLONES EN APROBACIÓN DE

NUEVAS INVERSIONES EN EL PRIMER TRIMESTRE DE 2022 -

<HTTPS://WWW.PRODUCCION.GOB.EC/ECUADOR-NUEVAS-INVERSIONES/>

<sup>12</sup> El Ministerio de Producción, Comercio Exterior, Inversiones y Pesca destaca los sectores de metalmecánica, agroindustria, agrícola y de energías renovables.

<sup>13</sup> BCE - CTASTRIM 118

<sup>14</sup> Boletines de prensa del BCE - <https://www.bce.fin.ec/index.php/boletines-de-prensa>

económica impulsada por mayores niveles de inversión y un consumo de los hogares creciente<sup>15</sup>. Las proyecciones del BCE ajustadas a marzo-2022 están alineadas con el 2.6% ajustado por el CEPAL en enero-2022. Estas proyecciones son más conservadoras que las últimas publicadas por Banco Mundial en abril-2022, que proyecta un crecimiento de 4.3% en 2022 y 3.1% en 2023<sup>16</sup>. Según estas perspectivas, el país será el cuarto de mayor crecimiento en la región<sup>17</sup>.

En la siguiente tabla, se muestra el comportamiento de variables macroeconómicas para los años 2019-2021, tomado de las cuentas trimestrales del BCE.

Indicador	2019	2020	2021
Producto Interno Bruto (PIB)	0.01%	-7.79%	4.24%
Exportaciones	3.65%	-5.40%	-0.13%
Importaciones	0.32%	-13.84%	13.25%
Consumo final Hogares	0.29%	-8.20%	10.22%
Consumo final Gobierno	-1.99%	-5.07%	-1.69%
Formación Bruta de Capital Fijo	-3.30%	-19.03%	4.33%

Luego del desplome de 2020, el comportamiento positivo de 2021 representa una recuperación para la gran mayoría de sectores económicos con excepción de construcción; servicio doméstico; enseñanza, servicios sociales y de salud, y administración pública.

La mayor parte de los sectores económicos sufrió contracciones por la pandemia. En 2021 se destaca el crecimiento de los sectores de transporte y comercio con el 11.1% y 13.1% respectivamente; otro sector con un crecimiento notorio fue el de alojamiento y servicios de comida, que alcanzó niveles cercanos a los de prepandemia según las cifras del BCE, denotando así el retorno a la normalidad y disminución de restricciones. La recuperación se dio en parte al avance del proceso de vacunación, las perspectivas positivas de la normalización de las actividades económicas, del entorno nacional, y de las relaciones con los organismos internacionales.

Para 2022 por otro lado, se espera que las industrias lideren el crecimiento sean la manufacturera (3.1%), construcción (2.9%) y actividades financieras (2.8%). A continuación, una tabla con el comportamiento esperado de las industrias ecuatorianas en 2022:

Industria	part.%	crec.%
Manufactura	13.23%	3.06%
Comercio	10.89%	2.84%
Agricultura, silvicultura y pesca	10.59%	1.79%
Explotación de minas y canteras	9.15%	2.25%
Construcción	7.58%	2.89%
Transporte	7.03%	2.13%
Actividades financieras y de seguros	3.85%	2.85%
Demás actividades	1.83%	37.69%

Se espera que la ley orgánica reformativa del Código Orgánico Monetario y Financiero para la defensa de la dolarización fortalezca el sistema monetario y financiero del país. Entre otras cosas, prohíbe que el BCE, financie directa o indirectamente al gobierno central, al ministerio de finanzas, a los gobiernos autónomos descentralizados o las necesidades de instituciones del sector público o de propiedad pública a través de compra de papeles con los recursos que deberían cubrir los dineros de los depositantes del sistema financiero.

Por otro lado, el precio del petróleo alcanzó valores históricos, superiores a USD 100, impulsado por el conflicto armado entre Rusia y Ucrania. Sin embargo, el confinamiento de China y la liberación de reservas por parte de varios países ha generado una fluctuación hacia abajo. Los elevados precios del petróleo a nivel internacional provocan también un incremento en los precios de combustible en el país, el precio de la gasolina Súper se encuentra liberado por lo que sus valores se ajustan a los precios internacionales<sup>18</sup>.

Según la reforma presupuestaria, se espera incrementar la producción de petróleo en 2022, Petroecuador planea subir su producción hasta finales de 2022 a 509 mil barriles diarios (28% de crecimiento)<sup>19</sup>. De igual manera, el Gobierno

[archivo/item/1482-la-economia-ecuatoriana-crecio-4-2-en-2021-superando-las-previsiones-de-crecimiento-mas-recientes](https://www.bce.fin.ec/informacion-y-transparencia/indicadores-economicos/indicadores-economicos-2021)

<sup>15</sup> El Banco Central destaca que sus proyecciones de crecimiento se encuentran ajustadas por el impacto previsto de la guerra entre Rusia y Ucrania en las exportaciones, las reformas económicas y decretos aprobados. Las proyecciones se actualizarán en el tercer trimestre de 2022.

<sup>16</sup> Primicias: La economía del Ecuador crecerá en 4.3% en 2022, proyecta el Banco Mundial  
<https://www.primicias.ec/noticias/economia/economia-ecuador-crecimiento-banco-mundial/>

<sup>17</sup> El Universo: Ecuador será la cuarta economía que más crecerá en la región en el 2022, proyecta el Banco Mundial

<https://www.eluniverso.com/noticias/economia/ecuador-sera-la-cuarta-economia-que-mas-crecera-en-la-region-en-el-2022-proyecta-el-banco-mundial-nota/>

<sup>18</sup> AS: <https://us.as.com/actualidad/precios-del-barril-de-petroleo-brent-y-texas-hoy-11-de-abril-cuanto-cuesta-y-a-cuanto-se-cotiza-n/>

<sup>19</sup> Primicias: Petroecuador aumentará la producción en seis campos petroleros en 2022  
<https://www.primicias.ec/noticias/economia/petroecuador-produccion-petroleo-ecuador-negocios/>

apuesta a un incremento de las exportaciones mineras para 2022 del 40% a través de proyectos de empresas ecuatoriano-chinas y canadienses, así como nuevas inversiones en proyectos mineros en Bolívar y Azuay<sup>20</sup>.

En 2021 el FMI entregó USD 4,800 millones a Ecuador como parte del programa económico de financiamiento. En septiembre 2021 se anunció un acuerdo técnico con el Fondo Monetario Internacional, que le permitirá conseguir hasta el 2022 USD 1,500 millones de parte del FMI y USD 4,500 de otros multilaterales<sup>21</sup>. En 2022 se espera recibir un desembolso por USD 1,700 millones como parte del acuerdo. A inicios de marzo-2022, inició la cuarta revisión del programa que mantiene el país. El gobierno asegura que el crédito con el FMI ha sido de ayuda para poder acceder a financiamiento externo con otros organismos multilaterales en condiciones beneficiosas para el país. Los recursos obtenidos por estos medios están destinados a programas de protección social y a la reactivación económica del país<sup>22</sup>.

En abril-2022 el presidente Lasso planteó la flexibilización de algunas metas del programa económico mantenido con el FMI<sup>23</sup>. Se solicita la posibilidad de mantener un déficit fiscal para 2022 equivalente al 1% del PIB, frente al objetivo de mantener un superávit de USD 85 millones. La razón principal es la necesidad de incremento del gasto público para poder cubrir los daños ocasionados por el invierno y el sismo en Esmeraldas, que han dejado varios damnificados a nivel de Costa y Sierra. Otro desafío al que se enfrenta el país es el de sobrellevar los impactos negativos de la guerra en Europa sobre el comercio principalmente de banano y flores. Adicionalmente, el panorama de inestabilidad política representa una dificultad para el Gobierno, a pesar de que este ha afirmado al FMI que se ha descartado un escenario de muerte cruzada.

Adicionalmente en el mes de marzo, Ecuador firmó contratos de crédito con el Banco de Desarrollo de América latina (CAF) por USD 175

millones para planes nacionales de educación agua potable y saneamiento<sup>24</sup>.

Los temas mencionados han propiciado un clima de mayor confianza en el Ecuador tanto en los mercados locales como internacionales que esperamos promuevan inversiones y por tanto empleo y financiamiento menos costoso. Se mantienen los esfuerzos por parte del gobierno en mantener una agenda comercial diversa y activa, con las negociaciones con México y el ingreso de país a la Alianza del Pacífico, importante socio comercial.

En el mes de diciembre 2021 el presidente Guillermo Lasso anunció el incremento de USD 25 al salario básico unificado (SBU) del 2022 y emitió el Decreto 286 donde dispuso al Ministerio de Trabajo poner en consideración del Consejo Nacional de Trabajo y Salarios este incremento en el SBU, dando cumplimiento a su promesa de campaña de incrementar el SBU a USD 500 progresivamente durante su mandato.<sup>25</sup> Si bien esta decisión profundizará la falta de competencia de los productos ecuatorianos en los mercados internacionales, podría incentivar la demanda local y sobre todo estabilizar la situación social y política.

El crecimiento del Ecuador depende de inversión privada, política de austeridad en el sector público y de la ayuda de los multilaterales. Al momento y frente a otros países de la región el país ofrece un buen escenario para la inversión considerando la tendencia política de los líderes de los otros países.

Las situaciones fiscal, social y política siguen siendo complicadas y la incertidumbre de la economía frente al coronavirus persiste. Los retos que el Gobierno podría enfrentar a futuro responden a que se produzcan disturbios sociales por el descontento de algunos sectores de la población y las presiones políticas y fuerzas de oposición. El País necesita entrar en un pacto político, social y económico, para buscar acciones consensuadas de políticas planificadas.

<sup>20</sup> Primicias - "Acelerar el plan petrolero es el desafío de Ecuador" <https://www.primicias.ec/noticias/economia/acelerar-plan-petrolero-desafio-ecuador/>

<sup>21</sup> Ecuador acuerda un crédito de 6.000 millones de dólares con el FMI - <https://www.dw.com/es/ecuador-acuerda-un-cr%C3%A9dito-de-6000-millones-de-d%C3%B3lares-con-el-fmi/a-59127592>

<sup>22</sup> El Comercio - "FMI revisará plan económico para nuevos desembolsos a Ecuador" - <https://www.elcomercio.com/actualidad/negocios/fmi-plan-economico-desembolsos-ecuador.html>.

<sup>23</sup> Primicias: Ecuador pide flexibilidad al FMI para atender gastos por invierno y temblor - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/fmi-ecuador-acuerdo-washington-politica-petroleo/>

<sup>24</sup> CAF: Ecuador firma créditos con CAF por USD 175 millones - <https://www.caf.com/es/actualidad/noticias/2022/03/ecuador-firma-creditos-con-caf-por-usd-175-millones/>

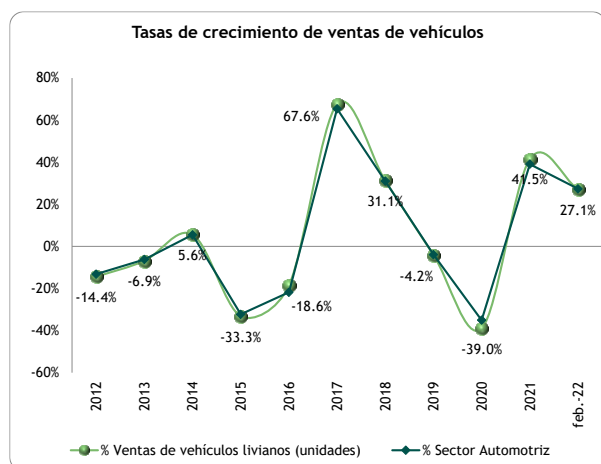
<sup>25</sup> Primicias - "Salario básico sube a USD 425 y favorece al 5,45% de los trabajadores" <https://www.primicias.ec/noticias/economia/salario-basico-sube-ecuador-trabajadores-costeo/>

## Análisis de la industria

### Industria y el sector externo

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 de vehículos livianos se contrajeron un 4.2%, con un total de 122,542 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. Por su parte, en 2020 el sector automotor hizo frente a una importante contracción del consumo, ocasionada por el confinamiento obligatorio del primer semestre del año; el deterioro del empleo y las tendencias adoptadas de teletrabajo, frente a la pandemia

del COVID-19, sus ventas se situaron en 74,795 unidades.

El año 2021 fue un año de recuperación económica a nivel mundial, en el cual la economía ecuatoriana también creció, impulsada por el consumo de hogares como se mencionó en el análisis nacional; ese año las ventas de vehículos livianos crecieron en 41.5%, alcanzando un total de 105,821 unidades. Con corte febrero-2022 se evidencia la misma tendencia de crecimiento en ventas con un 27% interanual, con 2,213 vehículos más vendidos que en febrero-2021.

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.

La participación en ventas de vehículos ensamblados en 2021 fue de 16,1%, mientras que el porcentaje restante corresponde a vehículos en su mayoría importados. A la fecha corte del presente informe, la participación de vehículos ensamblados es de 14.6%, similar a los niveles de febrero-2021.

Como se mencionó, la venta de vehículos corresponde en más del 80% a automotores importados. Los principales proveedores de vehículos y partes a febrero-2022 son la Unión Europea (36%) y China (34%), entre estos dos proveedores se abarca el 70% de las importaciones de vehículos livianos; les siguen en participación Taiwán, Colombia y Estados Unidos, con una representatividad conjunta del 19.6%.

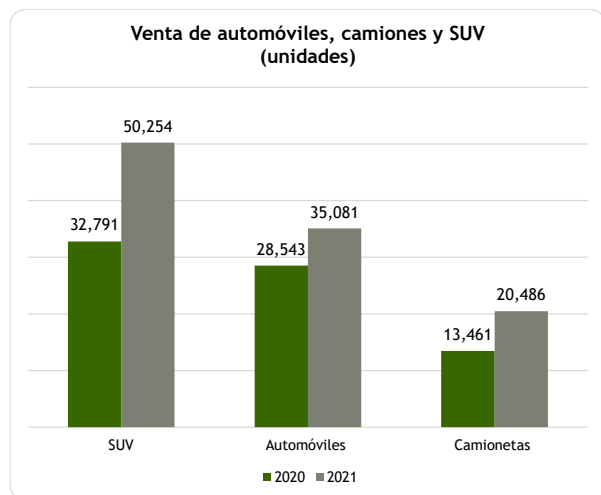
Las expectativas de la firma de acuerdos comerciales con Corea del Sur, China y México permitirían disminuir costos de importación de vehículos al mercado ecuatoriano. Con el mercado mexicano se esperaría incrementar la oferta de vehículos para los consumidores a mejores precios que los actuales gracias a los calendarios de desgravación<sup>26</sup>. Al igual que el país latinoamericano, China y Corea poseen plantas de ensamblaje con una gran capacidad de producción, al ser abastecedores del mercado mundial.

Como se muestra en las gráficas a continuación, las ventas de SUV, automóviles y camionetas incrementaron en un 53%, 23% y 52% respectivamente para el cierre de 2021. A febrero-2022 se evidencia una recuperación en las ventas de SUV (51%) y camionetas (42%); sin embargo, la venta de automóviles presenta una reducción de 5%. A pesar de la reducción en venta

<sup>26</sup> Anuario AEADE 2021

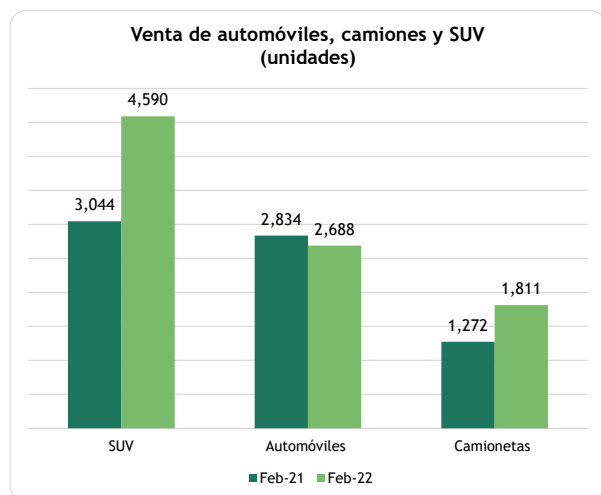
de automóviles, los crecimientos de los demás tipos de vehículos permiten que las ventas a nivel acumulado hayan crecido.

Gráfico 2



Fuente: AEADE  
Elaboración BWR

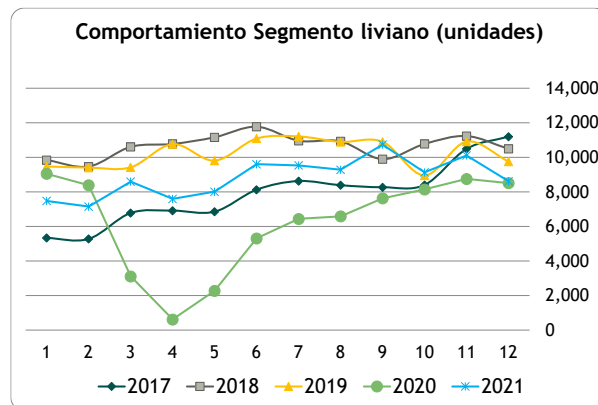
Gráfico 3



Fuente: AEADE  
Elaboración BWR

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 4



Fuente: AEADE  
Elaboración BWR

A febrero-2022 el sector se ha ido recuperando paulatinamente, evidenciando la reactivación económica de 2021. A pesar de esto, aún existen amenazas en la producción y distribución de vehículos a nivel mundial ocasionados por las restricciones de movilidad en China y efectos *spillover* del conflicto armado en Europa.

PERFIL DE LA COMPAÑÍA

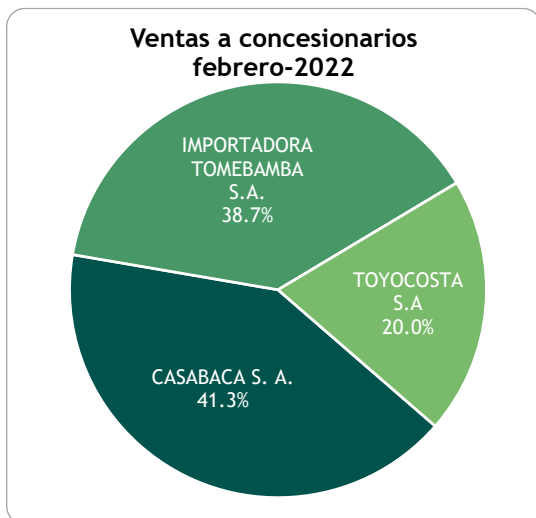
Toyota del Ecuador S.A. es una sociedad anónima constituida en el Ecuador el 2 de marzo de 2007, y distribuidor exclusivo para el Ecuador de productos Toyota. La actividad principal es la venta al por mayor de todo tipo de vehículos, repuestos y accesorios, así como otros productos de la marca Toyota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

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

Mantiene acuerdos firmados con Toyocosta 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.

A la fecha de corte cuenta con 100 empleados y sus oficinas se ubican en la ciudad de Quito; no se han presentado problemas laborales ni se ha conformado Comité de Empresa.

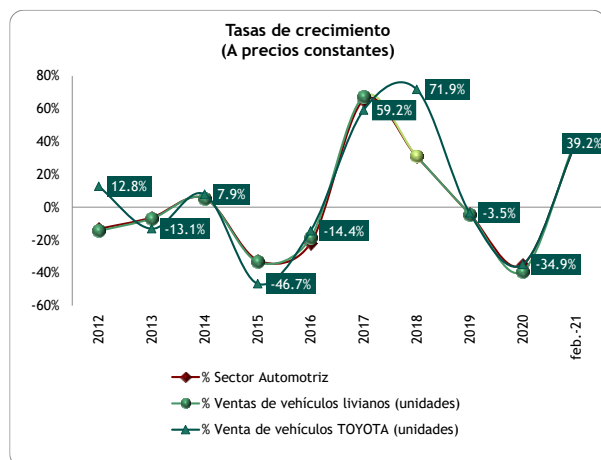
Gráfico 5



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.

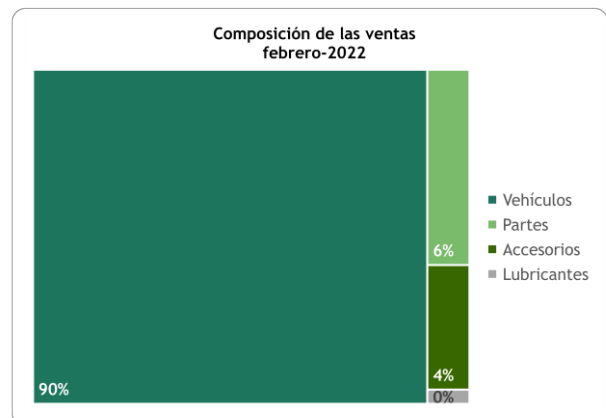
Gráfico 6



Fuente: Toyota del Ecuador S.A. y AEADE  
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 fue 4.1pp inferior a la contracción de vehículos livianos, con una caída de 34.9% frente al 39% del mercado. A la fecha de corte los ingresos de la compañía se recuperaron interanualmente cerca del 200% debido a que en los primeros meses del 2021 el stock de vehículos livianos para la venta se encontraba presionado.

Gráfico 7



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

A febrero-2022, la marca Toyota posee un 6.9% del mercado automotriz, una recuperación frente al 5.4% que mantenía en el anterior seguimiento (agosto-21) y en febrero-2021 (4.2%). 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 febrero-2022 el patrimonio de Toyota del Ecuador S.A. es de USD 20.4MM, y de este el 49% 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 30 de septiembre 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 espera que el porcentaje de reparto se fluctúe dentro de los dos porcentajes antes indicados.

#### **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.

La compañía considera que 2022 es un año optimista con muchas oportunidades de crecimiento y recuperación posterior a la crisis generada por la pandemia. Si bien la coyuntura global actual impone retos referentes al abastecimiento y el alza de precios generalizada en el mercado, la Administración espera poder seguir creciendo y fortaleciendo la relación con sus clientes.

## 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 2020 y 2021 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 febrero-2022.

Hemos recibido por parte del emisor las proyecciones de los estados financieros para los años 2022, 2023 y 2024, 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 evidenció un deterioro en los precios promedio ya que la contracción en unidades fue inferior en 2,44% a la contracción en términos monetarios.

Por otro lado, en 2021 las ventas presentan una recuperación interanual de 55.6% influenciada por la recuperación paulatina de la demanda y el reabastecimiento parcial de inventario.

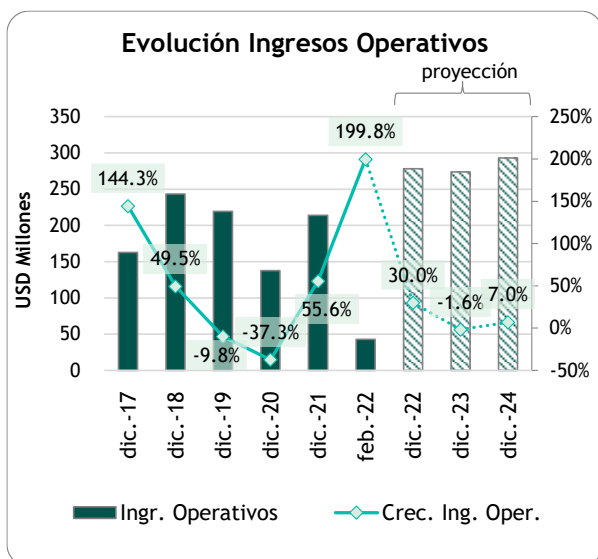
A la fecha de corte, las ventas han mostrado un considerable crecimiento, debido principalmente a la recuperación parcial de los problemas de abastecimiento presentados en 2021.

Como se mencionó anteriormente, el problema de stock de vehículos no se encuentra totalmente solventado, sin embargo, la Administración estima que para el cierre de 2022 el inventario se

mantenga en niveles de abastecimiento adecuados.

No esperamos que la crisis generada a causa de la invasión rusa a Ucrania y las sanciones económicas impuestas a nivel de varios países y corporaciones afecten el giro de negocio en Ecuador. Las plantas de producción que Toyota tiene en Rusia se enfocaban en el abastecimiento a esa región y Toyota del Ecuador no importaba autos desde Rusia.

Gráfico 8

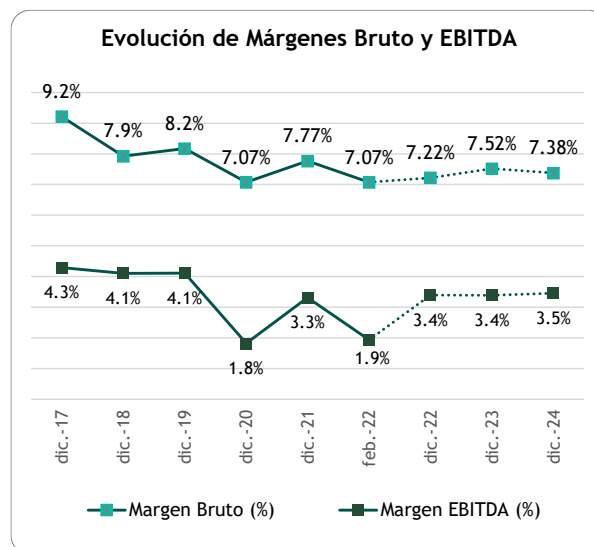


Fuente: Toyota del Ecuador S.A.  
Elaboración BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

Para finales de 2022 la compañía prevé un crecimiento en sus ingresos por ventas mayor al 32% respecto a 2021, llegando al valor de ingresos operativos más alto de los últimos 8 años. Siendo una visión optimista y en congruencia con las expectativas de recuperación del mercado automotriz en el país. A pesar de esta perspectiva positiva para 2022, sí existe una visión más conservadora respecto a las cifras de crecimiento para 2023 y 2024 debido a factores como la crisis de abastecimiento que se puede dar por los nuevos confinamientos que se han vivido en China y pueden provocar demoras en la logística de comercio internacional.

La calificadora con un enfoque más conservador y considerando los riesgos del entorno, proyecta que el crecimiento del ingreso para 2022 será del 30%, porcentaje que se encuentra impulsado por una demanda que actualmente supera la oferta de vehículos.

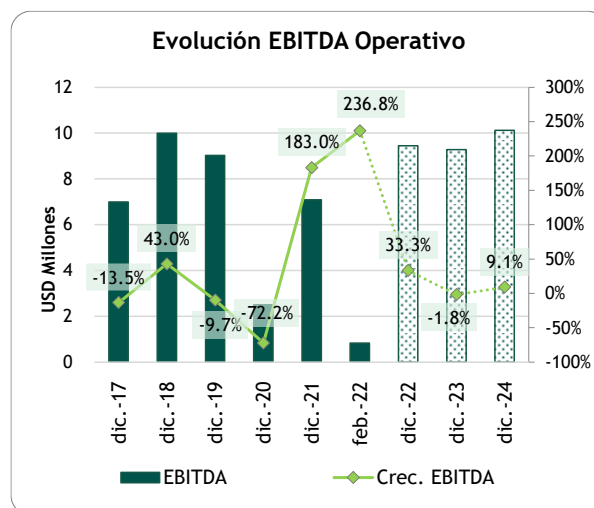
Gráfico 9



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

El margen bruto desde 2017 ha fluctuado entre 9,2% y 7,1%. A la fecha de corte el margen bruto se ubica en 7.07%, similar al registrado a diciembre-2020. Con el incremento de ingresos proyectado se espera una mejora en el margen EBITDA hasta fin de año, por una mayor absorción de los gastos fijos.

Gráfico 10



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.

A la fecha de corte el EBITDA presenta una importante recuperación y se proyecta que al cierre del 2022 el margen EBITDA se ubique en 3.4%, indicador superior al alcanzado a finales de 2021.

## 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 del fuerte consumo de su inventario en el último trimestre del año y la regularización de los días de cuentas por cobrar comerciales.

A agosto-2021 el exceso de liquidez se empleó para pagar la deuda mantenida con instituciones del exterior, adicionalmente la compañía negoció mayores plazos de pago con su principal proveedor, reduciendo la deuda financiera en 53%. A febrero-2022 la deuda financiera se sigue manteniendo en niveles menores y el financiamiento de sus inventarios se da directamente con proveedores.

### ACTIVOS

	dic.-17	dic.-18	dic.-19	dic.-20	dic.-21	feb.-22
Total Activo Corriente	90.7%	91.9%	91.5%	88.6%	89.2%	90.3%
Fondos Disponibles	11.0%	12.2%	4.6%	32.6%	7.2%	3.0%
Inversiones corto plazo	4.9%	14.5%	1.6%	5.6%	0.4%	0.0%
CxC Comerciales	26.3%	17.8%	27.4%	14.7%	15.5%	20.4%
Inventarios Neto	45.0%	42.5%	50.5%	26.7%	53.5%	56.7%
Gastos anticipados	2.8%	4.3%	6.7%	8.3%	9.2%	4.2%
Otros activos corrientes	0.6%	0.6%	0.8%	0.7%	3.5%	6.1%
Total Activo No Corriente	9.3%	8.1%	8.5%	11.4%	10.8%	9.7%
Propiedad, planta y equipo	8.0%	6.6%	6.2%	7.7%	7.7%	6.4%
Propiedades de inversión	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.0%
Activos Intangibles y Diferidos	0.6%	0.5%	1.3%	1.6%	1.1%	0.9%
Otros activos	0.5%	0.6%	0.8%	1.9%	1.7%	2.4%
Total Activo	100%	100%	100%	100%	100%	100%

### PASIVO Y PATRIMONIO

	dic.-17	dic.-18	dic.-19	dic.-20	dic.-21	feb.-22
Total Pasivo Corriente	73.5%	76.7%	73.8%	71.4%	65.4%	67.0%
Deuda Financiera CP	60.3%	71.4%	68.9%	69.5%	9.3%	3.3%
Deuda Comercial	7.3%	0.4%	0.4%	0.4%	49.9%	54.7%
Pasivo por arrendamiento operativo activado	0.0%	0.0%	0.2%	0.3%	0.3%	0.2%
Otros Pasivos CP	5.9%	4.9%	4.2%	1.2%	5.9%	8.8%
Total Pasivo LP	0.8%	1.1%	4.7%	2.9%	3.4%	6.3%
Deuda Financiera LP	0.0%	0.0%	2.9%	0.0%	0.0%	3.3%
Otros pasivos LP	0.8%	1.1%	1.4%	2.3%	3.1%	2.8%
Pasivo por arrendamiento operativo activado	0.0%	0.0%	0.4%	0.5%	0.2%	0.2%
PATRIMONIO	25.7%	22.2%	21.6%	25.7%	31.2%	26.8%
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 90.3% se encuentra clasificado como activo corriente. Los inventarios, que son los que mayor participación tienen dentro del activo corriente, presentan una alta rotación. A estos les siguen 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 de largo plazo que 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.

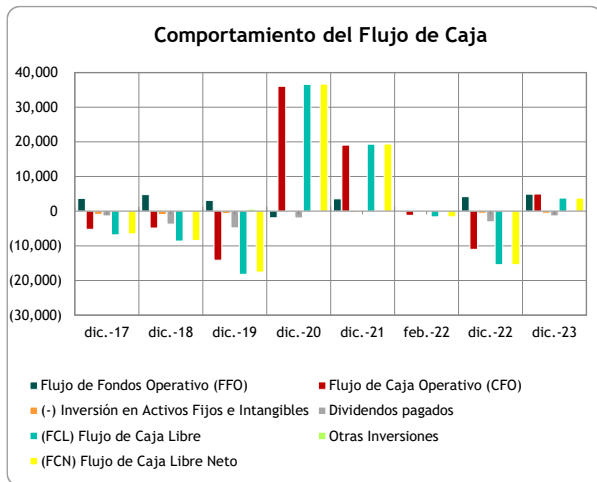
## Flujo de caja, endeudamiento y tendencias

En 2020 el flujo de fondos operativo (FFO) se hizo negativo principalmente por la fuerte contracción del negocio y la carga financiera que no pudo ser diluida con los resultados obtenidos. No obstante, la empresa pudo generar un fuerte el flujo de caja operativo (CFO) por la significativa liberación de inventario y recuperación de cuentas por cobrar. Por su parte, el CFO del 2021 se benefició de la recuperación del negocio y el financiamiento al que se accedió con proveedores.

A febrero-2022, el CFO llega a USD -1.2MM que se da principalmente por los requerimientos de inventario y el incremento de las cuentas por cobrar comerciales. Para el cierre del 2022 se prevé que el CFO se mantenga negativo, debido a los requerimientos de capital de trabajo previstos por el fuerte crecimiento de la operación.

La Compañía ha mantenido un promedio de 35 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. Se proyecta que para el 2022, 2023 y 2024 los días de cuentas por cobrar e inventario fluctúen dentro de los niveles históricos ya que se mantienen las mismas condiciones de financiamiento con sus proveedores (negociación de 90 días de pago con los proveedores Toyota Tsusho Corporation y Toyota Tsusho América).

Gráfico 11



(X) Indicador en veces

Fuente: Toyota del Ecuador S.A.

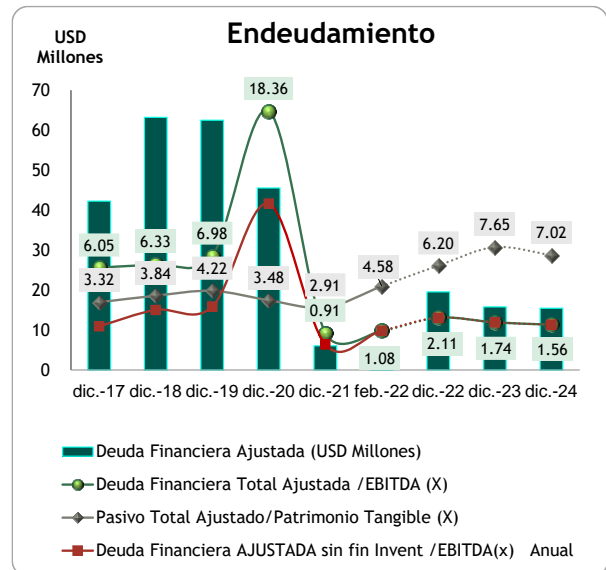
Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

Por la naturaleza de la Compañía el requerimiento de activos fijos e intangibles es bajo y flexible, en 2021 la inversión realizada fue de USD 295M, superior a la inversión realizada durante 2020. Se estima que hasta finalizar el año la inversión alcance los USD 600M 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 2019 se pagaron todos los años hasta el 89% de la utilidad del año anterior, mientras que en 2020 se pagó el 49% de la utilidad de 2019, en 2021 no se pagaron dividendos y, en 2022 se espera que los dividendos se distribuyan dentro del rango histórico que puede variar entre los mencionados previamente.

En lo que respecta al indicador de Deuda Financiera Ajustada/EBITDA, en 2021 se recupera del significativo incremento del indicador del año 2020, año que, como se mencionó anteriormente, fue duramente golpeado por la pandemia del COVID-19. A la fecha de corte el indicador se ubica en 1.08 veces y la deuda financiera se registra por debajo de los USD 6MM. Para el cierre del 2022 se espera que con la recuperación de las ventas se requiere financiar las necesidades de capital de trabajo y el indicador suba a 2.1 veces, nivel que le permitiría mantener una adecuada flexibilidad financiera.

Gráfico 12



(X) Indicador en veces

Fuente: Toyota del Ecuador S.A.

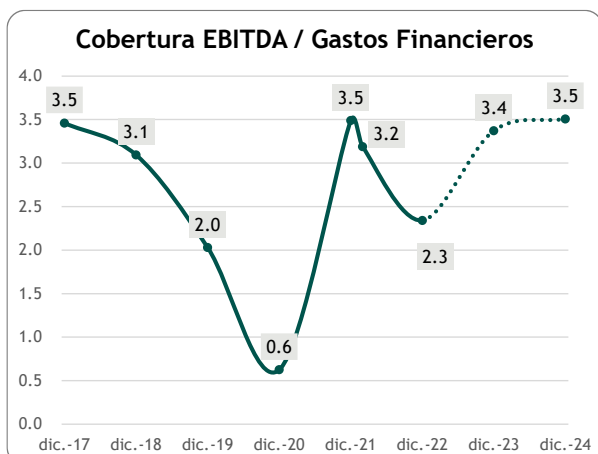
Elaboración BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

### 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 2022 los niveles de cobertura se ubiquen en 2.3 veces mostrando una flexibilidad financiera ligeramente menor a la histórica, pero con niveles adecuados igualmente (superior a la cobertura prepandemia de 2019).

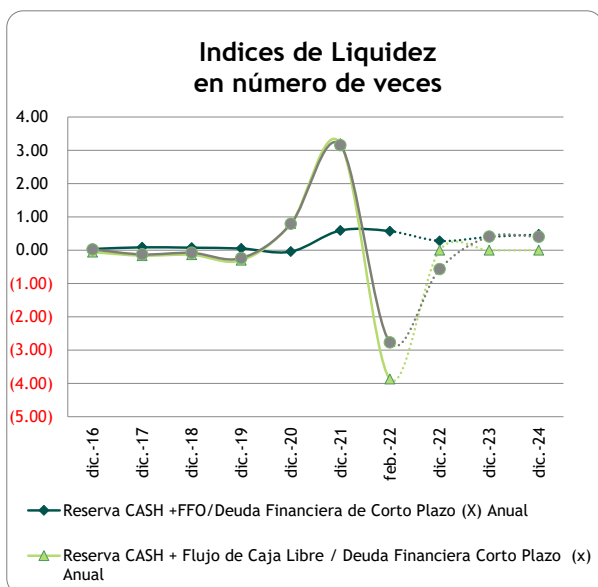
Gráfico 13



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

A la fecha de corte la Compañía mantiene una caja superior en 15% a la requerida según la administración de USD 2MM. Adicionalmente cuenta con líneas de crédito abiertas con bancos locales por 79MM, los cuales no se han utilizado a la fecha de corte.

Gráfico 14



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 1.22 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	feb.-22
Activo Ajustado (USD M)	68,223
Activo Total (USD M)	76,368

Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios, empleados e IESS	3,133	3,133	21.78
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	-	3,133	21.78
3era	Deuda sin garantía específica de balance	52,797	55,930	1.22
<b>TOTAL</b>		<b>55,930</b>	<b>55,930</b>	<b>1.22</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, los montos autorizados de emisión de los dos instrumentos analizados en este informe estarían 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 LAS EMISIONES CALIFICADAS**

Para las emisiones de obligaciones y papel comercial que se analizan 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.

A la fecha de corte, el emisor indica que se ha cumplido con los resguardos mencionados.

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 68.5% del patrimonio a la fecha de corte, 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.

De acuerdo a la información recibida por parte de la Bolsa de Valores de Quito, no se han registrado transacciones en el mercado secundario de los instrumentos entre agosto-2021 y febrero-2022.

Actualmente, la Compañía mantiene únicamente las dos emisiones analizadas en este informe en Mercado de Valores, aunque a la fecha de corte el

papel comercial no cuenta aún con saldo en circulación.

TOYOTA DEL ECUADOR S.A. (Miles de USD)							PROYECCIONES BWR		
	dic.-17	dic.-18	dic.-19	dic.-20	dic.-21	feb.-22	dic.-22	dic.-23	dic.-24
<b>Resumen Balance</b>									
Caja y Equivalentes de Caja	11,146	23,652	5,356	25,049	4,945	2,297	3,000	3,000	3,000
Cuentas por Cobrar Comerciales	18,393	15,720	23,831	9,599	10,030	15,552	15,981	15,973	17,092
Inventarios	31,520	37,594	43,938	17,455	34,699	43,294	58,777	55,708	57,349
Activos fijos	5,585	5,884	5,425	5,040	4,966	4,867	4,683	4,449	4,216
Otros Activos	3,365	5,636	8,529	8,323	10,209	10,358	10,623	16,567	16,532
<b>Total Activos</b>	<b>70,010</b>	<b>88,486</b>	<b>87,080</b>	<b>65,466</b>	<b>64,849</b>	<b>76,368</b>	<b>93,064</b>	<b>95,699</b>	<b>98,189</b>
Cuentas por Pagar Proveedores	5,109	322	379	284	32,368	41,738	46,601	49,168	50,655
Deuda Financiera Ajustada Total	42,246	63,208	62,945	45,971	6,421	5,395	19,907	16,137	15,792
Deuda Financiera Corto Plazo	42,246	63,208	59,989	45,515	6,042	2,517	18,279	15,759	15,414
Deuda Financiera Largo Plazo	0	0	2,500	0	0	2,500	1,250	0	0
Contingentes que deban ser considerados como deuda financiera	0	0	456	456	378	378	378	378	378
Otros Pasivos	4,684	5,321	5,425	2,827	6,196	9,176	7,051	7,315	7,636
<b>Total Pasivos</b>	<b>52,039</b>	<b>68,850</b>	<b>68,293</b>	<b>48,626</b>	<b>44,606</b>	<b>55,930</b>	<b>73,181</b>	<b>72,242</b>	<b>73,705</b>
<b>Patrimonio</b>	<b>17,970</b>	<b>19,635</b>	<b>18,787</b>	<b>16,840</b>	<b>20,243</b>	<b>20,438</b>	<b>19,883</b>	<b>23,457</b>	<b>24,484</b>
<b>Resumen de Resultados</b>									
Ventas	162,826	243,352	219,402	137,514	213,984	42,913	278,179	273,831	293,000
Costo de ventas	-147,820	-224,066	-201,473	-127,789	-197,366	-39,877	-258,097	-253,247	-271,388
Otros ingresos operativos	-	-	-	-	-	8	-	-	-
Egresos operativos	(8,143)	(9,656)	(9,509)	(8,016)	(10,157)	(1,559)	(11,344)	(12,012)	(12,197)
<b>EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participaci</b>	<b>6,863</b>	<b>9,631</b>	<b>8,420</b>	<b>1,709</b>	<b>6,461</b>	<b>1,484</b>	<b>8,739</b>	<b>8,572</b>	<b>9,414</b>
Ingresos y gastos no operativos neto	617	947	1,382	2,623	652	(658)	(733)	778	778
Gasto Financiero del periodo	(2,020)	(3,230)	(4,501)	(4,056)	(2,067)	(265)	(4,054)	-2,768	-2,899
Impuesto a la renta	-1,190.88	-1,830.79	-1,405.09	-207.90	-1,606.22	-354.08	(1,228)	(1,646)	(1,823)
<b>RESULTADO NETO DE LA GESTION</b>	<b>4,269</b>	<b>5,517</b>	<b>3,895</b>	<b>68</b>	<b>3,440</b>	<b>207</b>	<b>2,725</b>	<b>4,937</b>	<b>5,470</b>
Otros resultados integrales	42	-41	56	-67	-38	0	0	0	0
<b>RESULTADO INTEGRAL DEL AÑO</b>	<b>4,312</b>	<b>5,476</b>	<b>3,951</b>	<b>1</b>	<b>3,403</b>	<b>207</b>	<b>2,725</b>	<b>4,937</b>	<b>5,470</b>
<b>Resumen Flujo de Caja</b>									
<b>EBITDA OPERATIVO</b>	<b>6,989</b>	<b>9,990</b>	<b>9,023</b>	<b>2,504</b>	<b>7,087</b>	<b>831</b>	<b>9,448</b>	<b>9,281</b>	<b>10,123</b>
(-) Gasto Financiero del periodo	-2,020	-3,230	-4,446	-4,011	-2,032	-261	-4,033	-2,747	-2,877
(-) Impuesto a la renta del periodo	-1,284	-1,998	-1,482	-414	-1,477	-377	-1,251	-1,646	-1,823
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el periodo	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)</b>	<b>3,684</b>	<b>4,763</b>	<b>3,095</b>	<b>-1,921</b>	<b>3,578</b>	<b>193</b>	<b>4,165</b>	<b>4,889</b>	<b>5,423</b>
(-) Variación Capital de Trabajo	-8,892	-9,623	-17,215	37,938	15,493	-1,401	-15,179	66	-813
<b>CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)</b>	<b>-5,208</b>	<b>-4,860</b>	<b>-14,120</b>	<b>36,018</b>	<b>19,071</b>	<b>-1,208</b>	<b>-11,015</b>	<b>4,955</b>	<b>4,610</b>
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	644	947	1,382	2,623	652	137	850	850	850
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	-26	0	0	0	0	-795	-1,583	-72	-72
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	26	-26	0	71	-9	161	0	0	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el periodo	-1,356	-3,750	-4,800	-1,948	0	0	-3,085	-1,362	-4,443
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-933	-856	-469	-89	-295	67	-50	-100	-100
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	-4	-99	-188	-112	-88	15	-500	-500	-500
<b>(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)</b>	<b>-6,857</b>	<b>-8,645</b>	<b>-18,195</b>	<b>36,563</b>	<b>19,332</b>	<b>-1,623</b>	<b>-15,432</b>	<b>3,770</b>	<b>345</b>
<b>VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA</b>	<b>93</b>	<b>20,962</b>	<b>-719</b>	<b>-16,974</b>	<b>-39,472</b>	<b>-1,026</b>	<b>13,487</b>	<b>-3,770</b>	<b>-345</b>
<b>OTRAS INVERSIONES NETO</b>	<b>297</b>	<b>189</b>	<b>618</b>	<b>105</b>	<b>36</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO</b>	<b>-6,467</b>	<b>12,506</b>	<b>-18,296</b>	<b>19,693</b>	<b>-20,104</b>	<b>-2,649</b>	<b>-1,946</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BA</b>	<b>11,146</b>	<b>23,652</b>	<b>5,356</b>	<b>25,049</b>	<b>4,945</b>	<b>2,297</b>	<b>3,000</b>	<b>3,000</b>	<b>3,000</b>
<b>Indicadores</b>									
Patrimonio Tangible	15,668	17,943	16,289	14,104	15,478	12,293	11,857	9,487	10,549
% crecimiento en ingresos operativos	144.3%	49.5%	-9.8%	-37.3%	55.6%	200.0%	30.0%	-1.6%	7.0%
MARGEN EBIT (%)	4.2%	4.0%	3.8%	1.2%	3.0%	3.5%	3.1%	3.1%	3.2%
MARGEN EBITDA (%)	4.3%	4.1%	4.1%	1.8%	3.3%	1.9%	3.4%	3.4%	3.5%
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexi	2.82	2.47	1.70	0.52	2.76	1.74	2.03	2.78	2.88
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del periodo)(x)	3.46	3.09	2.03	0.62	3.49	3.19	2.34	3.38	3.52
EBITDA / Gasto Financiero del periodo (x)	3.46	3.09	2.03	0.62	3.49	3.19	2.34	3.38	3.52
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(	6.05	6.33	6.98	18.36	0.91	1.08	2.11	1.74	1.56
Deuda Financiera AJUSTADA sin fin Invent /EBITDA o EBITDAR OPEI	1.44	2.72	2.99	11.08	-	1.08	2.11	1.74	1.56
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERA	4.45	3.96	6.38	8.35	0.21	0.62	1.79	1.42	1.26
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	70%	76%	77%	73%	24%	21%	50%	41%	39%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.09	0.08	0.05	-0.04	0.59	0.46	0.23	0.31	0.35
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	-0.12	-0.08	-0.24	0.79	3.16	-2.88	-0.60	0.31	0.30
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas +									
Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x)	-0.16	-0.14	-0.30	0.80	3.20	-3.87	-0.84	0.24	0.02
Anual(flexibilidad financiera)									
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas +									
Flujo de Caja Libre NETO ( luego de inversiones en terceros)/	-0.16	-0.13	-0.29	0.81	3.21	-3.87	-0.84	0.24	0.02
Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual									

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 2022.