

Ecuador
Emisión de Obligaciones
Largo Plazo

Gestión Externa Gestiona GTX S.A.

Calificación Inicial

Tipo Instrumento	Resultado Calificación	Calif. Anterior	Ultimo Cambio
Emisión de Obligaciones	AA+	N/A	N/R

Perspectiva: Estable

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

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

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

NR: No registra cambio de calificación.

Definición de Calificación:

La categoría "AA+": corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una muy buena capacidad del pago de capital e intereses, en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía en general.

Resumen Financiero

(USD Millones)	dic-20	dic-21	ago-22
Activos	22.7	20.2	19.9
Ingresos	6.9	8.4	5.8
ROA (%) *	1.15%	1.05%	3.75%
ROE (%) *	4.86%	4.61%	14.19%
Deuda / capitalización (%)	77.0%	73.1%	69.7%
CFO antes compra cartera/ Deuda Fin CP (%)*	0.39	1.80	1.04
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X)	-0.51	0.46	0.23
Deuda Financiera Total Ajustada /CFO antes compra cartera (x)*	3.79	2.06	2.46
Deuda Financiera Total Ajustada/Pasivo	3.79	2.99	2.50

Fuente: Gestiona GTX Elaboración: BWR

Contactos:

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

Sonia Rodas
(5932) 226 9767 ext. 111
srodas@bwratings.com

Fundamento de la calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió otorgar la calificación de 'AA+' a la Emisión de Obligaciones de Largo Plazo de Gestión Externa Gestiona GTX S.A.

Riesgo del negocio asociado a la recaudación de cartera propia. El negocio principal del emisor es la recaudación de cartera de créditos deteriorada, previamente adquirida a diversas instituciones financieras y entidades comerciales del país. La volatilidad futura en el volumen de recaudación, asociada a la evolución del entorno económico, se mitiga por un precio de compra con un descuento importante sobre su valor nominal, así como por el conocimiento, la tecnología utilizada y las estrategias aplicadas en su gestión; para su actividad, la empresa cuenta con altos estándares de calidad y certificaciones internacionales que constituyen un diferenciador en el mercado.

Niveles de endeudamiento controlados frente a la generación operativa. El emisor ha demostrado históricamente la eficacia de su gestión, que le ha permitido generar flujos operativos suficientes para cubrir los requerimientos de su operación y una parte de las nuevas inversiones de cartera. Los indicadores de cobertura de la deuda financiera total y de la de corto plazo muestran un nivel de endeudamiento controlado. Las futuras compras de cartera requerirán un incremento en su endeudamiento, que se espera que venga acompañado a su vez de un mayor flujo de recaudación, por lo cual su capacidad de pago se mantendría en niveles adecuados.

Estructura de la deuda mitiga riesgos de refinanciamiento. La estructura de largo plazo de la deuda financiera permite que la liquidez que la empresa genera por la recaudación de la cartera sea holgada frente al gasto financiero y a las amortizaciones programadas, condición que esperamos que se mantenga durante la vigencia de la emisión. Este hecho le otorga flexibilidad financiera y mitiga el riesgo de refinanciamiento.

Endeudamiento futuro vinculado a compras futuras. El emisor puede tomar decisiones de compra de cartera en función de las oportunidades que se presenten, con su propia generación operativa y las alternativas de financiamiento, hecho que le otorga flexibilidad para ajustarse a la coyuntura del mercado. La empresa mantiene líneas de crédito con las principales instituciones financieras del país, así como presencia en el mercado de valores, lo que refleja aceptación dentro del sistema financiero y diversificación en su fondeo.

Los niveles de cobertura patrimonial son coherentes con la actividad específica financiera de su negocio. En caso de que la empresa decida no realizar nuevas inversiones de cartera, la deuda podría cancelarse con mayor rapidez a lo proyectado y mejorar la participación del patrimonio en la capitalización.

La perspectiva de la calificación es estable. La calificación podría disminuir si es que el emisor modificara su estructura de endeudamiento o se evidenciara una reducción significativa en la generación operativa que deteriorara los indicadores de cobertura de la deuda financiera.

Calificación otorgada en escala local

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

CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN CALIFICADA

Emisión de Obligaciones de Largo Plazo	
Emisor:	Gestión Externa Gestiona GTX S.A.
No. de Resolución	SCVS-IRQ-DRMV-2021-00011462
Fecha de Aprobación SCVS	30-dic-21
Monto autorizado	USD 6,000,000
Monto en circulación	USD 4,333,333
Plazo de la Emisión	Clase A: 368 días Clase B: 720 días Clase C: 1080 días
Fecha Colocación:	Clase A: 17/02/2022 Clase B: 16/02/2022 Clase C: 21/01/2022
Fecha Vencimiento (Ultima fecha de colocación)	Clase A: 25/02/2023 Clase B: 16/02/24 Clase C: 21/01/25
Tasa de interés: fija	Clase A: 7.25% Clase B: 7.75% Clase C: 8.25%
Amortización Capital	Trimestral
Pago de Interés	Trimestral
Tipo de emisión	Desmaterializada
Garantía:	General
Agente Pagador :	Depósito Centralizado de Valores del Banco Central DCV-BCE
Calificadora de Riesgo:	BankWatch Ratings S.A.
Estructurador y Colocador:	Ecuabursátil Casa de Valores S.A.
Rep. Obligacionistas:	AVALCONUSLTING S.A.
Destino de la Emisión	Capital de trabajo y compra de Cartera

ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA**Entorno macroeconómico**

El primer año de pandemia fue 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, además de la rotura de un tramo del Sistema de Oleoducto Transecuatoriano (SOTE) y del Oleoducto de Crudos Pesados (OCP), que afectó la producción de petróleo.

En 2021 Ecuador fue apreciado como favorable a la inversión privada a raíz de las elecciones presidenciales, generando un ambiente de mayor confianza, que sería el factor preponderante en la expectativa de recaudación del país. El Gobierno indicó que, durante su primer año de gestión se aprobaron más de 220 contratos de inversión, por aproximadamente USD 5,000 millones¹, que se espera generen 130 empleos directos vinculadas a varios sectores productivos² en diferentes provincias del país. Se anunció por parte del gobierno que el portafolio de inversiones del país se ha ampliado, esperando atraer USD 9,500 millones adicionales por medio de seis nuevos proyectos pertenecientes a los sectores de hidrocarburos, infraestructura y salud³. Adicionalmente, destacan los esfuerzos en mantener una agenda comercial diversa y activa que ambiciona el cierre de 10 nuevos acuerdos comerciales, de los que destacan Corea del Sur, China, Canadá e Israel.

Lamentablemente, el panorama de inestabilidad política y social representa una dificultad para el Gobierno y el cumplimiento de las metas planteadas. Entre el 13 y el 30 de junio de 2022 se dio un paro nacional impulsado por la CONAIE, que generó pérdidas de aproximadamente USD 1,000 millones y terminó bajo el condicionamiento de la apertura de mesas de diálogos con el movimiento indígena para la discusión de los distintos frentes de protesta. El 13 de julio de 2022 iniciaron las mesas de diálogo entre el Gobierno y el movimiento indígena, en donde se intercambian y debaten propuestas respecto a las demandas impuestas para concluir con el paro. La mesa de banca pública y privada consiguió un acuerdo, en donde se establece que deudas entre USD 3- 10 mil serán refinanciadas por hasta 10 años plazo y 3 años de gracia.⁴

Esta situación ha tenido un impacto significativo en la confianza de los mercados, que se refleja en un mayor rendimiento exigido por inversionistas extranjeros. El riesgo país, que se encontraba en

¹ UN ECUADOR MÁS COMPETITIVO SE CONSOLIDÓ EN 12 MESES DE GESTIÓN - [HTTPS://WWW.PRODUCCION.GOB.EC/UN-ECUADOR-MAS-COMPETITIVO-SE-CONSOLIDO-EN-12-MESES-DE-GESTION/](https://www.produccion.gob.ec/un-ecuador-mas-competitivo-se-consolido-en-12-meses-de-gestion/)

² El Ministerio de Producción, Comercio Exterior, Inversiones y Pesca destaca los sectores de metalmecánica, agroindustria, agrícola y de energías renovables.

³ Seis proyectos se suman al portafolio de inversiones del Gobierno - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/nuevos-proyectos-portafolio-inversiones-gobierno/>

⁴ Iglesia propuso un nuevo cronograma para las mesas de diálogo entre el Gobierno e indígenas - <https://www.eluniverso.com/noticias/politica/iglesia-propuso-un-nuevo-cronograma-para-las-mesas-de-dialogo-entre-el-gobierno-e-indigenas-nota/>

895 a principios de marzo, se ha incrementado de forma importante durante y luego del paro nacional; en las primeras semanas de julio llegó a los 1600 puntos básicos, y posteriormente se ha mostrado variable, pero con tendencia al alza. El 13 de octubre del presente año alcanzó un máximo de 1,945 puntos, para luego bajar a 1565 (24 de octubre). Este comportamiento refleja la menor confianza del entorno internacional en el país y la volatilidad del precio del petróleo. Al momento la calificación de Fitch para el Ecuador se mantiene en B-.

El Banco Central del Ecuador (BCE) informó una recaudación 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-19⁵. Las cifras al primer trimestre de 2022 señalaban un crecimiento del 3.75% en el PIB comparado al mismo periodo 2021, pero en el segundo semestre se registra un crecimiento interanual de 1.7%, que se muestra una ralentización.

Según las últimas previsiones del BCE, se estima que el PIB del país crecerá en 2.7%⁶ en 2022, lo cual incorpora el impacto negativo del paro sobre la economía nacional. Las cifras para 2023 son más alentadoras, esperando superar los niveles prepandemia de estas variables macroeconómicas. Las proyecciones del BCE (septiembre-22) son más conservadoras que las últimas publicadas por el Banco Mundial en junio-2022, que proyectaba un crecimiento de 3.7% para este año⁷.

En la siguiente tabla, se muestra el comportamiento de variables macroeconómicas para los años 2020-2021 y primer trimestre 2021 y 2022, tomado de las cuentas trimestrales del BCE.

Indicador	2020	2021	2021.II	2022.II
Producto Interno Bruto (PIB)	-7.79%	4.24%	11.57%	1.68%
Exportaciones	-5.40%	-0.13%	12.10%	-0.06%
Importaciones	-13.84%	13.25%	29.58%	7.18%
Consumo final Hogares	-8.20%	10.22%	17.13%	4.87%
Consumo final Gobierno	-5.07%	-1.69%	-1.23%	2.38%
Formación Bruta de Capital Fijo	-19.03%	4.33%	10.91%	3.14%

La mayor parte de los sectores económicos sufrió contracciones por la pandemia y una reactivación en 2021. 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.

Durante el segundo trimestre de 2022, se apreciaron comportamientos favorables en algunos sectores de la economía, sin embargo, los de mayor peso sobre el valor agregado no han presentado variaciones significativas o han reducido.

Las principales industrias por su aporte al valor agregado durante el segundo trimestre son: manufactura, comercio, enseñanza y servicios sociales y de salud, petróleo y minas y transporte. En conjunto, el crecimiento de estos sectores respecto al primer trimestre de 2021 es de USD 93MM, es decir un crecimiento del 1.1%, por otro lado, posterior al paro nacional en junio-2022 se aprecia que agricultura, pesa, servicios domésticos y actividades relacionadas a explotación y refinamiento de petróleo y minas reducen en promedio 5.3%.

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, luego de los picos en el precio del petróleo superiores a USD 100, impulsado por el conflicto armado entre Rusia y Ucrania, este cayó a un rango entre USD 80 y USD 88 durante septiembre, mientras que a inicios del mes de octubre registró variaciones positivas, pero posteriormente se ha estabilizado, al 25 de octubre el barril de petróleo WTI marcó el precio de 85 dólares. Los elevados precios del petróleo a nivel internacional provocaron 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 internacionales⁸.

Según la reforma presupuestaria, se espera incrementar la producción de petróleo en 2022,

⁵ BCE - CTASTRIM 119

⁶ Previsiones macroeconómicas del BCE descargadas a septiembre de 2022.

⁷ 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/>

⁸ 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/>

Petroecuador planea subir su producción hasta finales de 2022 a 509 mil barriles diarios (28% de crecimiento)⁹. De igual manera, el Gobierno 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 Azuay¹⁰.

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 en 2022 USD 1,700 millones de parte del FMI. En junio-2022 el FMI anunció la aprobación de un desembolso de USD 1,000 millones, tras la cuarta y quinta revisión de cumplimiento de metas del programa y los USD 700 millones restantes se desembolsarían en diciembre-2022. Adicionalmente en marzo-2022, 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 saneamiento¹¹. Por su parte, durante los últimos días de mes de mayo, el Banco Mundial aprobó un crédito por USD 200 millones para el país¹². Este financiamiento será destinado para la reducción de desnutrición en personas embarazadas y niños de hasta 24 meses. El plazo de este préstamo es de 18 años, con 5 de gracia y una tasa de interés variable.

El 19 de septiembre de 2022 el presidente Lasso anunció que se logró un acuerdo para la reestructuración de la deuda con China de USD 3,227 millones, lo cual traería un ahorro para el país de USD 1,400 millones entre 2022 y 2025. Esta deuda se compone por USD 1,395 millones con el Banco de Desarrollo de China y USD 1,832 millones con el Banco de Exportaciones e Importaciones de China. Lo que el acuerdo alcanzado contempla es una extensión de tres años para el vencimiento; suspensión de las amortizaciones durante seis meses; reducción de la tasa de interés de la deuda.¹³

En octubre de este año el Ecuador ha accedido a líneas de crédito con dos sólidas entidades internacionales (FED y BIS) que suman USD 1840 millones y que sirven como líneas de emergencia para requerimientos de liquidez, por lo cual son un importante apoyo para fortalecer la confianza de los mercados del exterior, estos respaldos son particularmente importantes en un país dolarizado.

En el mes de septiembre también se ha evidenciado un alza en las tasas activas del sistema financiero, posterior a la tendencia decreciente que venían presentando desde 2021¹⁴. Este comportamiento en las tasas de interés se da por menores niveles de liquidez provocados por diversos factores como menores niveles de depósitos frente a demanda elevada de créditos, además de los bajos niveles de empleo adecuado y mayores niveles inflacionarios, que reducen la capacidad de ahorro de las familias, así como su poder adquisitivo.

Adicionalmente, es importante destacar que en julio de 2022 el euro alcanzó luego de 20 años la paridad con el dólar. Este fenómeno trae consigo implicaciones a la economía dolarizada ecuatoriana. Al no tener la capacidad de devaluar la moneda nacional, los productos ecuatorianos se vuelven más costos frente a los competidores extranjeros con moneda propia. Las exportaciones hacia la Unión Europea ya han mostrado impactos negativos según las últimas cifras del BCE, donde se evidencia que el banano ha caído en 13% entre enero y julio de 2022 vs. mismo periodo de 2021. Por otro frente, las importaciones reducen su precio por lo que pueden presentar elevadas tasas de crecimiento, aumentando el déficit de la balanza comercial. Como tercer factor de impacto se denota la caída de las remesas percibidas en el país.

Las situaciones fiscal, social y política siguen siendo complicadas y la incertidumbre de la economía frente al entorno operativo adverso persiste. Es importante destacar la crisis de seguridad y social que enfrenta Ecuador a la fecha.

⁹ Petroecuador aumentará la producción en seis campos petroleros en 2022 - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/petroecuador-produccion-petroleo-ecuador-negocios/>

¹⁰ Acelerar el plan petrolero es el desafío de Ecuador - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/acelerar-plan-petrolero-desafio-ecuador/>

¹¹ 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/>

¹² Banco Mundial aprueba un crédito de USD 200 millones para Ecuador - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/banco-mundial-credito-ecuador-desnutricion/>

¹³ Ecuador reestructura USD 3.227 millones de deuda con China - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/ecuador-acuerdo-deuda-china/>

¹⁴ Las tasas de interés para todos los créditos empiezan a subir

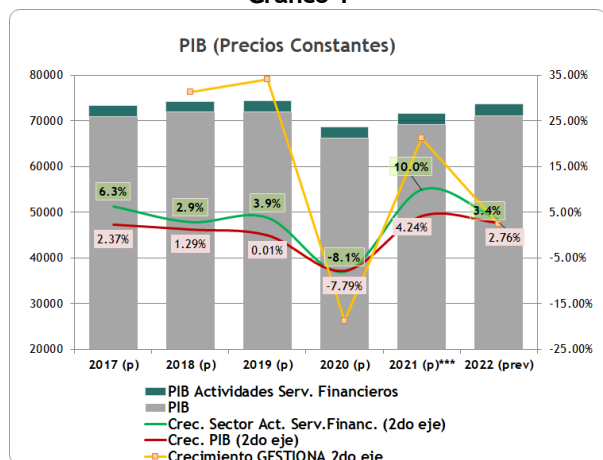
-<https://www.primicias.ec/noticias/economia/tasa-interes-credito-aumento/>

El País necesita entrar en un pacto político, social y económico, para buscar acciones consensuadas de políticas planificadas.

Análisis Sectorial

Si bien la tendencia de los ingresos de Gestiona GTX depende principalmente de las estrategias internas de compras de la cartera, es importante la comparación con la tendencia general de la actividad económica relacionada con el crecimiento del PIB y el comportamiento del segmento de actividades de servicios financieros.

Gráfico 1

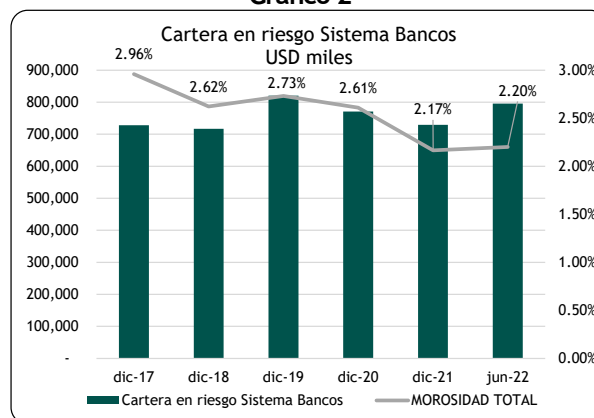


Fuente: BCE. Elaboración: BWR.

La tendencia de crecimiento del PIB guarda una relación directa con las actividades del sector de servicios financieros. Si bien los ingresos de Gestiona GTX muestran una sensibilidad ante los ciclos de la actividad económica y de las del segmento de servicios financieros, los ingresos de la empresa incluyen actividades de diversos segmentos económicos.

Si bien el negocio de la empresa está relacionado con la actividad de servicios financieros, la principal fuente de ingresos de la empresa se relaciona con la tendencia de la cartera y en particular de la del sistema financiero, tanto por las oportunidades de compras de cartera como por la evolución del su deterioro.

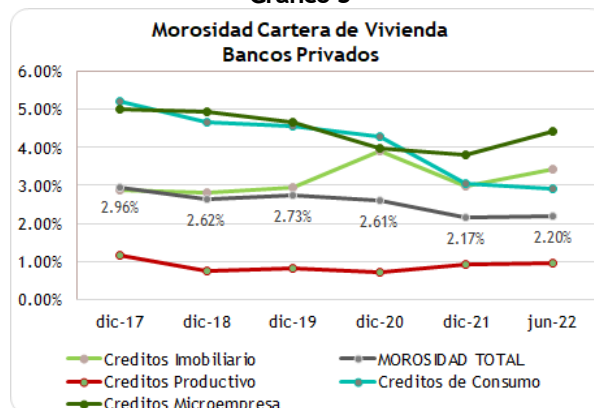
Gráfico 2



Fuente: Superintendencia de Bancos. Elaboración: BWR.

La pandemia del COVID-19 tuvo un impacto significativo en la calidad de la cartera del sistema financiero, lo cual no se aprecia adecuadamente en los indicadores contables de morosidad, por el cambio que el regulador dispuso en los días de atraso que deben transcurrir para registrar un crédito como vencido. En todos los casos se dispuso el registro desde el día 61 de mora. Anteriormente este valor era 15 días para consumo y microcrédito, 30 días para cartera productiva y 60 para cartera inmobiliaria. Adicionalmente se realizaron importantes refinanciamientos y reestructuraciones, que hicieron que la cartera morosa se registrara nuevamente como vigente. Por estos motivos, el indicador de morosidad en 2020 disminuyó frente al año precedente.

Gráfico 3



Fuente: Superintendencia de Bancos. Elaboración: BWR.

La morosidad es mayor en los segmentos de consumo, en la que está incluida la cartera de tarjeta de crédito, y de microempresa. Sin embargo, desde el año 2021 se advierte una recaudación paulatina de la morosidad en todos los segmentos de crédito. Aunque no llegan a los niveles anteriores a la pandemia si se ajustan para hacerlos comparables con la normativa anterior.

Los niveles de castigos en el sistema bancario llegaron al 1.23% de la cartera bruta promedio en

el año 2021, lo que ayuda a la depuración de la cartera de las instituciones financieras, pero constituye una oportunidad de negocio para Gestiona GTX, ya que su actividad consiste en la compra de cartera deteriorada.

PERFIL DE LA COMPAÑÍA

Gestión Externa Gestiona GTX S.A. fue constituida en abril del 2005 como una sociedad anónima, con un plazo de duración de 50 años, con domicilio en la ciudad de Quito.

Gestiona GTX, realiza sus actividades relacionadas con servicios auxiliares del sector financiero, entre las que están: el servicio de cobranza masiva, compra de cartera a instituciones financieras y a empresas comerciales, administración de cartera, verificación y validación de datos, y telemarketing.

Los servicios en referencia son los siguientes:

Cobranza masiva de todos los niveles de mora, en las etapas de procesos pre - jurídico, jurídico, en campo, por lo que se constituyen en servicios auxiliares del sistema financiero.

Compra de Cartera: que permiten generar liquidez a las instituciones financieras y empresas originadoras, limpiar el balance de cartera con problemas, y/o reducir la operatividad por la reducción de este activo.

Administración de Cartera: para lo que opera y desarrolla modelos de riesgo de última generación, y presta asesoría en políticas de crédito.

Validación de datos: que permite ofrecer alta seguridad de la información, georreferenciación, y verificación en línea.

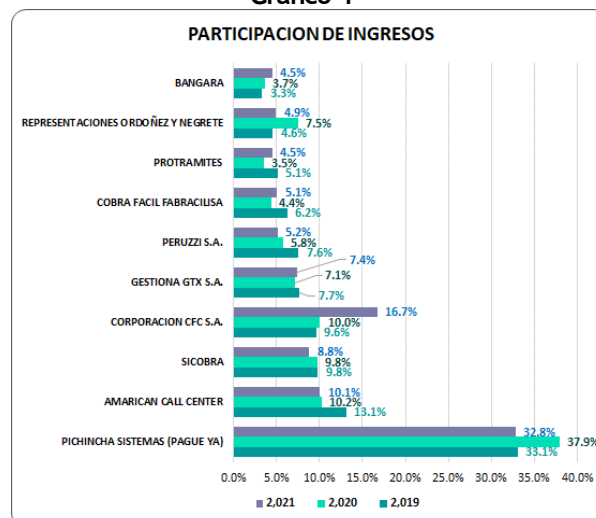
Formalización Hipotecaria: incluye elaboración de contratos y minutas, trámites en entidades públicas, con estrictos estándares de calidad.

Telemarketing: comunicación entrante y saliente, capacidad en canales digitales disponibles, con los que buscan mantener un alto estándar de calidad.

Para la gestión de campo cuenta con cobertura a nivel nacional en las principales provincias del país y oficinas en Quito y Guayaquil

Los principales competidores de la empresa en el mercado de compra de cartera y servicios de cobranza de cantidades adeudadas y demás actividades de servicios financieros se presentan en el siguiente gráfico:

Gráfico 4



Fuente: GESTIONA GTX. Elaboración: BWR.

Gestiona GTX mantiene 7.4% del mercado de cobranzas, porcentaje que ha variado ligeramente en los últimos tres años. Algunas de las empresas que realizan esta actividad pertenecen a grupos financieros, y por tanto brindan su servicio a su mismo grupo. La más grande de las empresas que se muestran en el gráfico pertenece al Grupo Financiero Pichincha.

Los principales clientes de la Compañía en el servicio de cobranzas son empresas bien posicionadas en sus nichos de mercado y conocidas en el medio.

En cuanto a la compra de cartera, mantiene relaciones con la mayoría del top ten de Instituciones financieras más grandes del país y empresas comerciales de renombre.

La principal actividad del emisor se encuentra en el negocio de recaudación de cartera deteriorada previamente comprada. En esa línea, a agosto-2022 el 82.9% (74.2% a dic-2021) de los servicios de cobranza se orientan a la gestión de cobranza de su propia cartera.

Por la naturaleza de la cartera comprada, esta es adquirida con un descuento importante sobre su valor nominal, y posteriormente el emisor realiza la gestión de recaudación especializada, apalancada en su metodología, base de información y tecnología, que permite la rentabilización de dicha inversión.

Para la toma de decisiones de compra de cartera, Gestiona GTX realiza previamente un análisis histórico con métodos estadísticos que le permiten la estimación y proyecciones de flujos esperados de recaudación de los distintos paquetes de cartera comprada. La experiencia en su gestión les otorga niveles importantes de recaudación de la cartera y la toma de decisiones

oportunas para mejorar la eficiencia en las estrategias adoptadas.

Las estrategias de cobranza cumplen con condiciones de calidad y estándares internacionales. En este sentido, mantiene la Certificación Estandar de Operaciones de Cobranza EoCOB-ICM, que prioriza la calidad, supervisión y entrenamiento del personal, cobranza bajo estrategias, identificación e implementación de mejores prácticas, alineación de procesos con la estrategia, definición de indicadores y métricas, eficiencia y productividad tecnológica.

Gestiona GTX cuenta además con la certificación ISO 9001:2015, que enfatiza el enfoque se servicio en el cliente, liderazgo, compromiso con las personas, procesos de calidad, mejora continua, decisiones basadas en evidencias y en la administración de relaciones.

Para la gestión de campo cuenta con cobertura a nivel nacional en las principales provincias del país y oficinas en Quito y Guayaquil.

Para la eficiencia en el control y calidad, se apoya tecnología eficiente con referencias GPS, reportes de seguimiento de cuentas en línea, y hojas de ruta digitales.

La empresa mantiene diversos canales de pago para la recaudación, entre los que están: omnicanalidad de gestión, App de autogestión para que los clientes puedan negociar el cobro de acuerdo con su conveniencia, y adaptabilidad de cobro de acuerdo con los canales de pago de los clientes corporativos para los que realiza la gestión de cobro.

Gestiona GTX busca que la tecnología sea un elemento diferenciador de su operación en el mercado, y ha fortalecido sus bases de datos con enriquecimiento continuo, plataformas de contacto omnicanal, gestión de relación con los clientes (CRM) para cobranza con redes neuronales que le permiten mejorar la eficiencia y mejorar el manejo de riesgo operacional, y herramientas de inteligencia empresarial (BI) de reportería y análisis.

ACCIONISTAS Y SOPORTE

A agosto-2022, el patrimonio de Gestiona GTX es de USD 5.6MM, y de este el 23.31% corresponde a capital social, el 28.31% resultados acumulados, el 8.02% a reserva legal, 3.16% a reserva de capital, el 28.19% a ajustes a la utilidad acumulada por

aplicación de las NIIF y el 9% a las utilidades del período.

Los accionistas de la empresa se encuentran distribuidos de la siguiente manera:

ACCIONISTAS	CAPITAL USD	PARTICIPACION %
LOPEZ ALSINA RODRIGO DANIEL	195,000	15.0%
MORILLO PAIMAN JOSE JOAQUIN	266,500	20.5%
MORILLO QUIROGA ADRIAN	65,000	5.0%
MORILLO SANTIAGO DANIEL	65,000	5.0%
MOSQUERA MOYANO RONERTO	13,000	1.0%
PACHANO BERTERO ABELARDO ANTONIO	364,000	28.0%
PACHANO ESTUPIÑAN LUIS ABELARDO	266,500	20.5%
SOLANO DE LA SALA TORRES CARLOS AUGUS	65,000	5.0%
TOTAL	1,300,000	100.0%

Fuente: Gestiona GTX
Elaboración: BWR.

Los principales accionistas tienen amplia experiencia en posiciones de liderazgo dentro del sistema financiero nacional y a través del Directorio aportan a la estrategia y decisiones significativas.

Los accionistas han realizado la reinversión de una parte de las utilidades anuales para mejorar el soporte para la expansión del negocio con el soporte patrimonial, aunque el importante crecimiento de activos registrado en los últimos años ha requerido mayor endeudamiento. A agosto-2022 la deuda financiera representa el 69.7% de la capitalización¹⁵ de la Compañía. De acuerdo con las proyecciones analizadas, no espera cambios significativos en este indicador durante la vigencia de la emisión calificada.

GOBIERNO CORPORATIVO

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

Los profesionales que conforman la administración son calificados y cuentan con una trayectoria técnica, administrativa y operativa importante.

El gobierno de la compañía está encabezado por la junta general de accionistas, y la administración está conducida por el directorio, el presidente, y el gerente.

El Directorio está compuesto por cinco vocales titulares y sus respectivos suplentes que podrán ser reelegidos indefinidamente y pueden ser accionistas o no. El Directorio puede delegar sus facultades al Gerente de la compañía previo a la

¹⁵ Capitalización = Deuda financiera ajustada + patrimonio



autorización de la Junta General de Accionistas.

El Directorio cuenta con expertos en diferentes áreas del negocio y cuentan con amplia experiencia. El Directorio mantiene reuniones bimensuales en las que entre otras atribuciones aprueba el presupuesto anual y sus avances trimestrales.

La representación legal, judicial como extrajudicial, de la compañía corresponde al Gerente, quien tiene los más amplios poderes para representar a la compañía en los asuntos relacionados al giro de sus funciones y que no sean privativos de la Junta General.

La estructura de organización comprende también varios comités de Liquidez y Productividad; Analítica y Riesgos; Innovación y Tecnología, y Auditoría que se reúnen con el Directorio con la finalidad de asesorar y apoyar en la toma de decisiones estratégicas de los diferentes aspectos de la operación de la empresa.

La administración proporciona información adecuada a los accionistas a través de mecanismos establecidos formalmente.

Finalmente cuenta con un manual de buen gobierno corporativo desde el año 2018 en el que se establecen reglamentos de los diferentes niveles de gobierno y de las inversiones, cuyo cumplimiento es evaluado periódicamente. Por lo que se considera que la empresa mantiene un adecuado ambiente de control de riesgos y de calidad.

En cuanto a información financiera se refiere, la empresa genera datos oportunos, consistentes y claros, los cuales son auditados cada fin de año por firmas de reconocido prestigio.

Anualmente preparan el presupuesto anual de negocios, ventas de servicios e inversiones de cartera, considerando los objetivos estratégicos planteados y las expectativas de mercado. Una especial importancia en esta empresa es la proyección de flujos de recaudación de la cartera propia con los que se fundamenta la capacidad de pago de las obligaciones financieras contraídas para financiar las compras de la cartera propia.

PERFIL FINANCIERO

Presentación de Cuentas:

Para el presente análisis se utilizaron los estados financieros directos de Gestión Externa Gestiona GTX con corte agosto-2022, y toda la información proporcionada por la empresa con la misma fecha de corte.

Además, incluye la información histórica los

estados financieros auditados de los años 2018 a 2020 auditados por la firma PricewaterhouseCoopers del Ecuador Cía. Ltda., y los estados financieros auditados del año 2021 auditado por la firma Ernest & Young Ecuador E&Y Cía. Ltda.

Los estados financieros y la documentación e información adicional remitida por la compañía a las mismas fechas de corte son de propiedad de la empresa y su contenido está bajo responsabilidad de sus administradores.

Estos informes de auditoría no contienen observaciones respecto a la razonabilidad de su presentación bajo normas NIIF.

Se ha recibido por parte del emisor las proyecciones de los Estados Financieros y Estado de Resultados para los años 2022 a 2025, así como información sobre 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 y del flujo de caja operativo. 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 y un flujo operativo 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

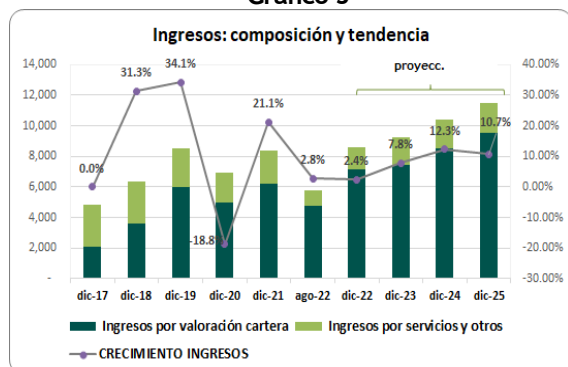
requeriría recursos líquidos para el efecto.

Utilización de indicadores financieros

Las actividades específicas de la compañía hacen que el EBITDA no sea un indicador relevante para el análisis de su capacidad de pago, ya que este no incorpora el flujo de recaudación de la cartera comprada, que es la principal actividad del emisor. Por tanto, para el análisis de capacidad de pago, flexibilidad financiera y liquidez, se utiliza el flujo de caja operativo antes de compras de cartera.

Gestión Operativa y Tendencias

Gráfico 5



Fuente: GESTIONA GTX
Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

De acuerdo con la naturaleza de sus líneas de negocio, los ingresos están constituidos en 82.95% por ingresos provenientes de la valoración de la cartera y el 17.14% (ago-2022) por los servicios que prestan a terceros.

El registro inicial de la cartera se realiza a precio de adquisición, y la valoración se ajusta mensualmente, en función del cálculo del valor presente de los flujos de recaudación esperados, bajo el método de la tasa de interés efectiva. A su vez, para la determinación de dichos flujos, se aplican distintos modelos estadísticos y el criterio experto respecto a las coyunturas económicas del país y las estrategias de recaudación a aplicar. Los parámetros utilizados para las estimaciones parten del análisis de la amplia información y conocimiento de cada una de las operaciones de compra realizadas, y de las condiciones históricas y de mercado.

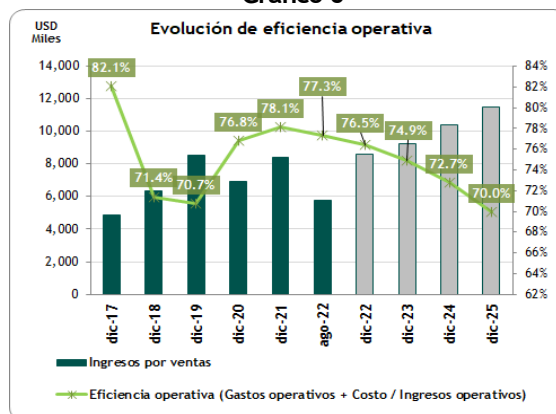
Históricamente el emisor ha mantenido una tendencia creciente en sus ingresos, con excepción del año 2020, cuando registró una reducción de 18%, los ingresos se afectaron por las restricciones de circulación que implicó la pandemia del COVID-19, restricciones que afectaron tanto la recaudación de cartera como los ingresos por servicios prestados a terceros, igual comportamiento se observó también en el resto del sistema financiero.

Las estrategias de recaudación de la cartera y mejora de servicios con alta tecnología y conocimiento del negocio han permitido que los ingresos de las dos líneas de ingresos mejoren y los resultados se mantengan positivos luego de cubrir un importante crecimiento de los gastos financieros que ha demandado el mayor financiamiento requerido para el crecimiento de las carteras propias.

Como se advierte en el gráfico, en el año 2021 los ingresos muestran una recaudación de 21% y a ago-2022 se registra un crecimiento de 2.82% anualizado. En los siguientes años se espera crecimientos paulatinamente mayores en función del plan de compras de cartera, que se analizará más adelante.

GESTIONA GTX genera ingresos suficientes para cubrir sus gastos operacionales con niveles de eficiencia que han mejorado en este año 2022 y se espera que esta tendencia se mantenga en los siguientes años apoyada por el crecimiento de la generación de ingresos como se observa en el gráfico siguiente.

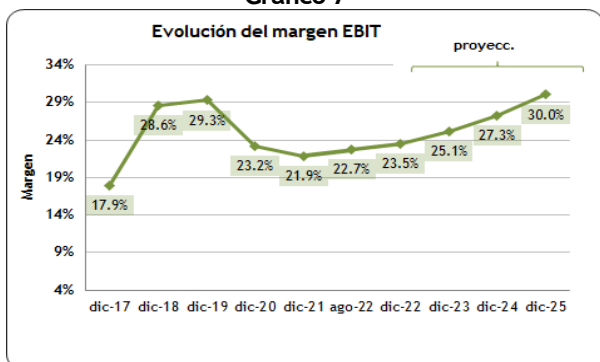
Gráfico 6



Fuente: GESTIONA GTX
Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

Es importante indicar que el resultado operativo antes de impuesto a la renta y gastos financieros (EBIT) es positivo y desde este año y en los años proyectados la tendencia sería positiva. Por otro lado, es importante indicar las limitaciones de este indicador, ya que el flujo que genera la empresa proviene de la recaudación de la cartera, la cual no se consideran en este indicador.

Gráfico 7

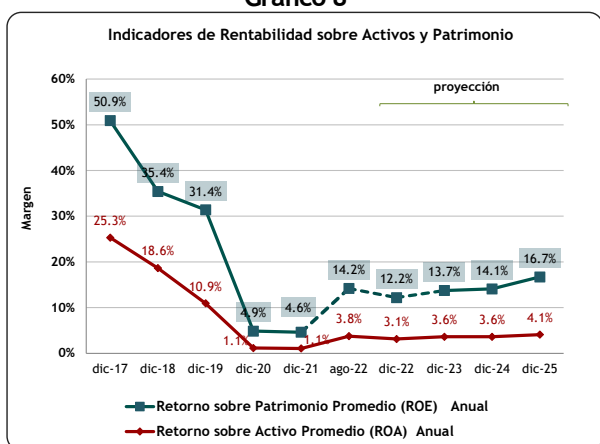


Fuente: GESTIONA GTX
Elaboración: BWR.

El crecimiento de la cartera ha requerido un crecimiento importante de la deuda financiera por lo que el gasto financiero creció desde el año 2019.

La gestión operativa de la empresa es rentable. Los resultados positivos de cada período permiten que los indicadores de rentabilidad sean atractivos tanto en relación con el total del activo como con el patrimonio. En las proyecciones analizadas y sensibilizadas estos indicadores mantendrían una tendencia positiva en los siguientes años.

Gráfico 8



Fuente: GESTIONA GTX Elaboración: BWR.

Estructura del Balance, Calidad de los Activos y Capacidad para ser Liquidados

ACTIVOS

Cuenta	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	ago-22
Total Activo Corriente	91.9%	67.9%	86.2%	88.9%	87.4%	87.5%
Fondos Disponibles	14.5%	2.7%	3.0%	3.3%	2.4%	3.1%
Inversiones corto plazo	0.0%	2.9%	11.1%	2.6%	0.8%	0.0%
CxC Comerciales	6.7%	6.0%	2.1%	1.3%	1.0%	0.7%
Portafolio de Cartera Comprada	59.8%	53.0%	68.8%	79.9%	81.3%	82.1%
Otras cuentas por cobrar	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Gastos anticipados	10.9%	3.0%	1.0%	1.6%	1.8%	1.6%
Otros activos corrientes	0.0%	0.2%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%
Total Activo No Corriente	8.1%	32.1%	13.8%	11.1%	12.6%	12.5%
Propiedad, planta y equipo	7.2%	24.9%	10.7%	8.8%	10.1%	10.1%
Inventarios no corrientes	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Propiedades de inversión	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Cuentas por Cobrar LP	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.3%
Inversiones Emp. Relac.	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Activos Intangibles y Diferidos	0.5%	7.2%	3.1%	2.4%	2.3%	2.1%
Otros activos	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Total Activo	100%	100%	100%	100%	100%	100%

PASIVO Y PATRIMONIO

Cuenta	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	ago-22
Total Pasivo Corriente	31.3%	26.2%	49.5%	54.5%	23.4%	30.3%
Deuda Financiera CP	11.7%	7.9%	42.5%	48.1%	18.3%	25.2%
Deuda Comercial	0.9%	3.4%	0.4%	0.3%	1.3%	1.7%
Otros Pasivos CP	18.7%	14.9%	6.5%	6.1%	3.8%	3.5%
Total Pasivo LP	19.0%	19.1%	23.9%	24.4%	51.5%	41.5%
Deuda Financiera LP	16.6%	15.0%	21.7%	22.6%	49.3%	39.4%
Otros pasivos LP	2.4%	4.1%	2.3%	1.9%	2.2%	2.1%
PATRIMONIO	49.7%	54.7%	26.7%	21.1%	24.9%	28.0%
Total Pasivo y Patrimonio	100%	100%	100%	100%	100%	100%

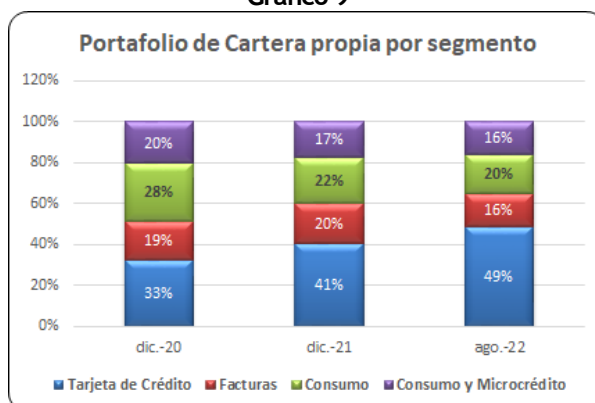
Fuente: GESTIONA GTX
Elaboración: BWR.

Los activos de la empresa alcanzan a USD 19.92MM a agosto-2022. Históricamente los activos corrientes del emisor han representado alrededor del 87.5% del total de activos. El activo más importante está constituido por el portafolio de la cartera comprada que constituye el 82.1% del activo (USD 16.4MM) a la fecha de corte. Si bien está contabilizada en el corto plazo la cartera tiene un plazo de recaudación estimado de 60 meses desde su compra por lo cual no se puede considerar como activo líquido en el análisis.

El valor en libros de la cartera recoge distintas compras realizadas a lo largo del tiempo, por lo que su composición exacta puede variar. Como se indicó anteriormente, su valor contable refleja su valor de compra y los ajustes por valoración, recaudación y deterioro que se realizan mensualmente. Si bien la cartera comprada corresponde a operaciones con una mora considerable, y generalmente no tiene garantías reales, el valor de compra y la valoración reflejan un descuento importante respecto a su valor nominal, por lo cual el riesgo de recaudación de su valor en libros se encuentra mitigado, como se aprecia en el comportamiento histórico analizado.

La cartera tiene la siguiente composición:

Gráfico 9



Fuente: GESTIONA GTX
Elaboración: BWR.

Cabe mencionar que, por la naturaleza de esta clase de portafolios de mayor riesgo, la recaudación depende en gran medida de la gestión especializada, la información técnica y los instrumentos tecnológicos con los que se logre

establecer y ejecutar estrategias adecuadas a cada tipo de cartera. La empresa tiene la capacidad legal de negociar con los deudores condiciones de pago más flexibles y descuentos en el valor de cobro que las instituciones originadoras de la cartera no lo pueden hacer, lo cual le permite tener una mejor tasa de recaudación. Además, un factor importante de diferenciación de la probabilidad de recaudación se relaciona con la antigüedad de la cartera.

La experiencia acumulada le ha permitido a la empresa tomar decisiones informadas para lograr el crecimiento paulatino de la cartera y gestionar diferentes originadores y segmentos, algunos de los cuales, si bien tienen un mayor riesgo, su gestión representaría un mayor rendimiento, logrando un mix adecuado al apetito de riesgo de la empresa.

Los indicadores de efectividad de la recaudación se presionaron durante la pandemia, según el análisis de la empresa se relacionan directamente con las restricciones de movilidad, posteriormente las diferentes estrategias ejecutadas han logrado mejorar la recaudación llegando a niveles anteriores a la pandemia, sin embargo, los porcentajes varían según los sectores a los que pertenecen las carteras.

La evaluación constante de los portafolios de carteras propias se realiza de forma individual por cada compra y, de ser el caso, se ajusta sus proyecciones de recaudación (valuación) y de deterioro de acuerdo con las condiciones especificadas en sus políticas, como porcentajes de representación respecto a la recaudación estimada y/o respecto a la utilidad.

Con respecto al activo no corriente, está conformado principalmente por propiedad planta y equipo que representa el 10% de los activos (USD 2MM). La mayor parte de estos activos corresponde a las instalaciones donde realiza su actividad el emisor.

Los activos líquidos alcanzan USD 611M y representan el 3.1% de los activos. Estos corresponden a depósitos en cuentas corrientes en instituciones financieras locales con una calificación de riesgo entre AA- y AAA-, cuyos fondos son de libre disponibilidad. Además, cuenta con inversiones en fondos de inversión administrado de corto plazo.

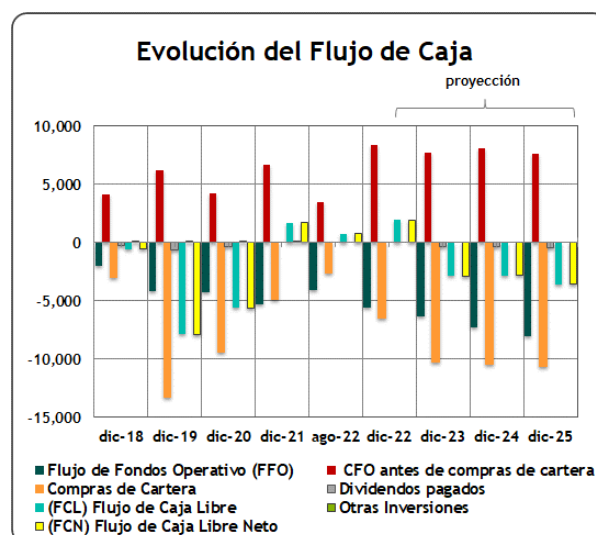
Además, la empresa realiza inversiones en activos intangibles propios del negocio que representan el 2.1% de los activos y corresponden a software especializado para su negocio y licencias de usuario.

Los demás activos tienen menores porcentajes de

participación y corresponden a cuentas por cobrar de corto plazo a clientes por la facturación de los servicios prestados (0.7%) y gastos anticipados propios del giro del negocio (1.6%).

FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y TENDENCIAS

Gráfico 10



Fuente: GESTIONA GTX
Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

El flujo de fondos operativo (FFO) de la compañía incluye históricamente es negativo, ya que únicamente considera los ingresos por servicios, netos de los costos y gastos operativos, intereses pagados e impuestos, sin tomar en cuenta los flujos procedentes de la recaudación de la cartera propia. Por este motivo, el flujo de caja operativo (CFO) antes de compras de cartera es un mejor indicador de la capacidad de generación operativa de la empresa.

La variación de capital de trabajo incluida en el CFO, que incluye la recaudación de cartera, refleja un ingreso positivo, con una tendencia creciente en función del aumento del volumen de la cartera.

La tendencia de la recaudación de la cartera depende de algunas variables ya mencionadas en la estructura de activos y ha registrado una tendencia creciente que la empresa espera sostener con base en su gestión y los soportes tecnológicos que dispone.

En el siguiente cuadro se aprecia la distribución de la recaudación de los últimos dos años y a agosto-2022, dividida por antigüedad de la cartera desde su compra. El cuadro confirma que la mayoría de la recaudación proviene de cartera comprada hace 3 años o menos, sin embargo, se evidencia que este activo generalmente tiene la

capacidad de generar flujos de recaudación a lo largo de 60 meses o más, lo cual aporta a la generación de flujos en el mediano y largo plazo.

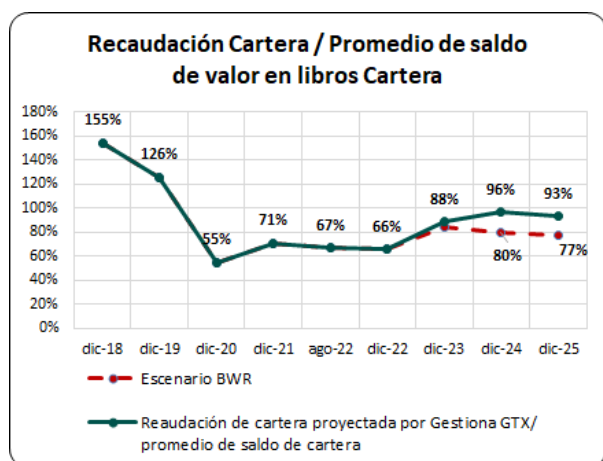
Antigüedad de cartera	Saldo contable activo financiero y recaudación (Cartera comprada) al cierre de cada año						
	2,020		2,021		Ago. 2022		
	Saldo de Activo Financiero	Recaudación	Saldo de Activo Financiero	Recaudación	Saldo de Activo Financiero	Recaudación	%
< 1 año	8.969.922	1.215.210	4.427.582	1.318.615	4.719.697	946.597	12.6%
1-3 años	8.974.061	5.708.353	11.495.820	8.662.221	9.172.235	3.546.372	47.1%
3-6 años	241.776	1.295.184	582.211	1.646.278	2.464.809	2.549.758	33.8%
> 6 años	-	202.695	-	603.133	-	492.342	6.6%
Total general	18.185.760	8.421.441	16.505.613	12.230.246	16.356.742	7.535.069	100.0%

Fuente: Gestiona GTX

En los últimos años los porcentajes de recaudación de la cartera se redujeron por los efectos de la pandemia, particularmente de las restricciones de circulación en el año 2020, posteriormente han mostrado más estabilidad.

Si bien la proyección de flujos es realizada por la empresa considera el comportamiento histórico y esperado de recaudación, evaluando la naturaleza de la cartera y la sensibilidad de recaudación a cambios en el entorno operativo, hemos considerado un escenario más conservador de recaudación. Cabe indicar que sí se considera un mayor porcentaje de recaudación en el período 2023-2025 ya que considera montos importantes de compra de cartera y los flujos del primer año de recaudación son generalmente mayores a los demás años. Adicionalmente, las compras que efectuará el emisor en el último trimestre del 2022 aportarán al flujo recaudado del 2023.

Gráfico 11



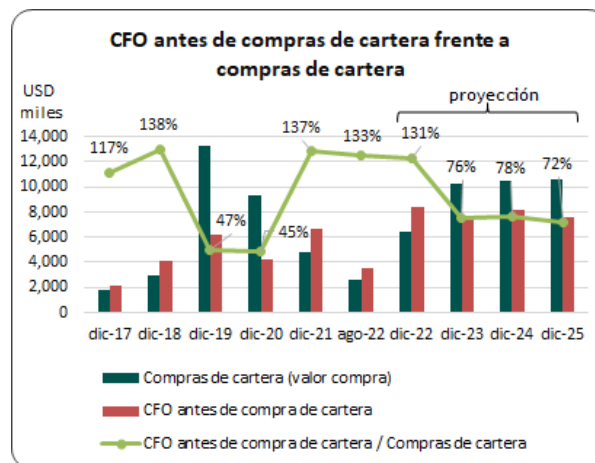
Fuente: Gestiona GTX

Por otro lado, las cuentas por cobrar a sus clientes por los servicios de cobranza no son significativas llegan a USD 148M a ago-2022 de corto plazo que son consideradas de bajo riesgo por la compañía.

El CFO antes de las compras de cartera es positivo en los últimos 5 años y a ago-2022 llega a USD 3.48MM, y ha cubierto una parte significativa de las compras de cartera de cada período, aunque en los años con montos más elevados de

adquisición el emisor ha requerido financiamiento externo para cubrir la diferencia. Según su planificación, la empresa proyecta finalizar el año 2022 con un total de compras de USD 6.4MM (2.6mm a agosto-2022). En el período 2023 a 2025 Gestiona GTX planifica espera realizar compras anuales por un monto promedio de USD 10.4 millones, las cuales estarían cubiertas en más de 70% con su flujo operativo.

Gráfico 12



Fuente: GESTIONA GTX
Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

Los montos de las compras dependen de las decisiones estratégicas e informadas de la empresa por lo que no son inversiones forzosas en un período sino oportunidades del mercado. Por tanto, el emisor tiene la flexibilidad de posponer o disminuir los montos de compra planificados en función del flujo existente luego de honrar sus obligaciones financieras y de acuerdo con la disponibilidad del financiamiento requerido.

El CFO luego de compras de cartera requirió un incremento de deuda financiera en los años 2019 y 2020. Posteriormente los montos de compras de cartera fueron menores y el flujo de caja operativo fue suficiente para cubrirlos, por lo que en el año 2021 y a ago-2022 se evidencia un flujo de caja libre positivo que sirvió para bajar la deuda financiera.

Las inversiones CAPEX y en activos intangibles no son significativas en la empresa y el flujo ha sido cubierto por la generación interna.

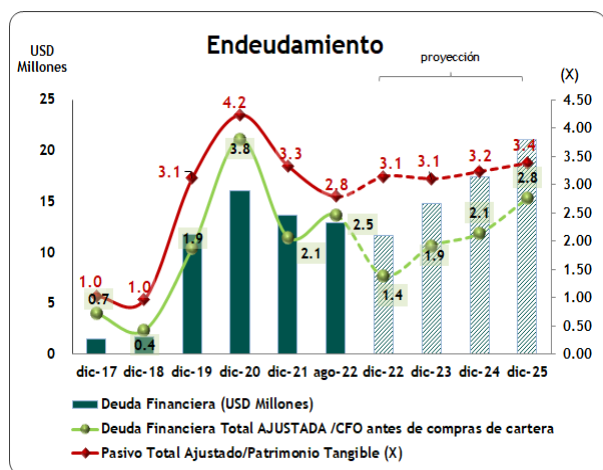
En dic-2021 el flujo de caja libre neto alcanza a USD 1.7MM y la reducción de la deuda financiera USD 2.4MM, en ago-2022 el FCF fue USD 778M y la disminución de deuda financiera USD 816M, con el apoyo de la reducción de caja.

Se debe mencionar que los pagos de dividendos proyectados se mantienen dentro de las políticas de la empresa, en los años 2020 y 2021 no se

realizaron, pero se reanudarán desde el año 2023, con pagos de alrededor del 46% de las utilidades que estarían en un monto promedio de USD 360M, monto que representa 3.4% del CFO antes de compras de cartera.

Por lo indicado anteriormente, el endeudamiento financiero de GESTIONA GTX se elevó en 2019 y 2020 y posteriormente ha mostrado una tendencia a disminuir, por lo cual a la fecha de corte el nivel de endeudamiento financiero se encuentra en niveles moderados frente a su generación operativa, lo cual combinado con la estructura hacia el largo plazo de la deuda financiera les otorga flexibilidad financiera frente a los riesgos producidos por el entorno operativo.

Gráfico 13



Fuente: GESTIONA GTX
Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

Para los siguientes años, con una sensibilidad en los porcentajes de recaudación que, si bien guardan una tendencia de mejora respecto a los históricos son menores a los proyectados por la empresa, el indicador mejora en el año 2022 y tiende a incrementarse en los siguientes años, pero dentro de niveles moderados.

El endeudamiento financiero frente al patrimonio tangible presentó también una tendencia creciente en los últimos años debido al aumento de la deuda para inversiones de cartera propia, a dic-2020 sobrepasa las 4 veces, que también ha mejorado en el año 2021 a agosto es a 2.7 veces, y se ubica en un nivel considerado adecuado considerando la naturaleza del negocio del emisor y el calce de la deuda que se analiza en la siguiente sección. Para los siguientes años la proyección de inversiones en cartera hace que el indicador se presione ligeramente sin llegar al mostrado en el año 2020.

Los índices de capitalización muestran una tendencia similar con una mejora paulatina a partir del año 2022, a agosto 2022 el 69.7% de la

capitalización corresponde a la deuda financiera, y en los siguientes años este indicador mejoraría desde el año 2024 a 67.8% y a 64.4% en el 2025. En el largo plazo, el monto de la utilidad del ejercicio es limitado para sostener el crecimiento patrimonial necesario, pero dentro del período de análisis no se aprecia un riesgo relevante respecto a la suficiencia de capital.

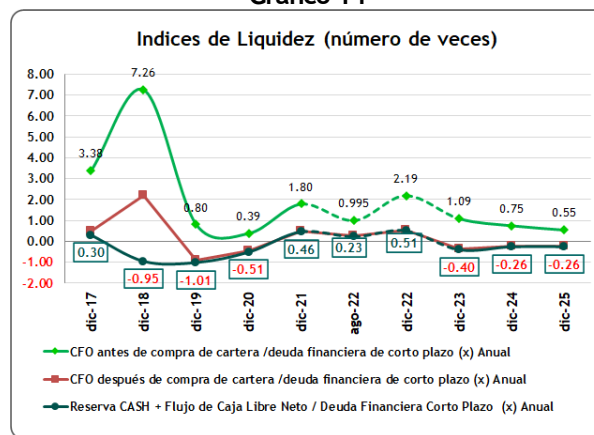
Capacidad de Pago y Liquidez

A la fecha de corte el 61% de la deuda se encuentra a largo plazo, lo que otorga al emisor mayor flexibilidad financiera. La deuda financiera a agosto-2022 llega a USD 12.9MM y tiene los siguientes plazos de vencimiento:

Amortización de deuda financiera		
Año	monto (USD miles)	%
2022	1,636	12.7%
2023	4,653	36.2%
2024	3,745	29.1%
2025	2,300	17.9%
2026	522	4.1%
Total	12,856	100.0%

Como se aprecia en el siguiente gráfico, el CFO (anualizado) antes de compra de cartera a agosto 2022 cubre 1 a 1 la deuda financiera de corto plazo de la empresa.

Gráfico 14



Indicadores anualizados a agosto-2022.
Fuente: GESTIONA GTX
Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

En CFO luego de la compra de cartera es mucho menor y en algunos años es deficitario, lo que refleja las necesidades de financiamiento por volúmenes más altos de compras. Esta situación se espera también para los años 2023 al 2025, dados los montos importantes de inversiones en cartera planificados.

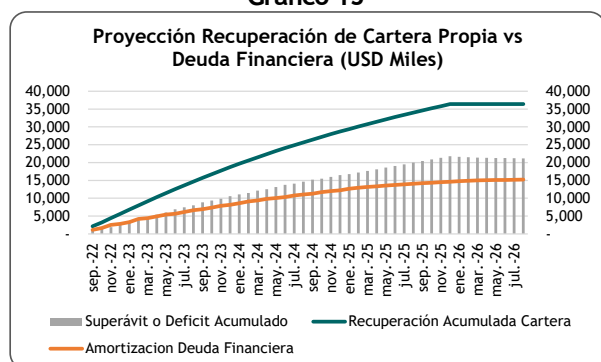
A agosto-2022 la Compañía registra una caja e inversiones a corto plazo USD 610M. El saldo de caja es variable y se ajusta más bien a las necesidades operativas de corto plazo. El

indicador de liquidez de Reserva en Cash + Flujo de Caja Libre cubre el 23.3% de la deuda de corto plazo.

Sin embargo, se considera como mitigantes del riesgo de refinanciamiento el hecho de que la política de dividendos se ha ajustado generalmente a los excedentes de caja y que en las inversiones proyectadas en cartera propia son discrecionales, de acuerdo con la estrategia de negocios y las oportunidades del mercado, por lo cual el emisor mantiene su flexibilidad operativa y financiera.

Por otro lado, en el siguiente gráfico se analiza el flujo proyectado de recaudación de la cartera propia versus la deuda financiera actual, que refleja la capacidad de pago sin considerar los planes de compras futuras y nuevo financiamiento. En el mismo se evidencia que el principal activo de la empresa tiene la capacidad de generar de forma holgada flujos suficientes para cubrir la deuda financiera, gracias a la estructura de la amortización de su pasivo.

Gráfico 15



Nota: El gráfico incluye el flujo de la cartera y deuda financiera existente a la fecha de corte.
Fuente: GESTIONA GTX. Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

En la proyección del emisor se aprecia su intención de continuar privilegiando la deuda financiera de largo plazo, por lo cual se espera que el calce de flujos entre su activo y pasivo se mantenga adecuado.

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 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.

Fecha de corte	agosto-22
Activo Ajustado (USD M)	19,495
Activo Total (USD M)	19,923

ago-22				
Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	780	780	25.00
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	3,442	4,222	4.62
3era	Deuda sin garantía específica de balance	10,124	14,346	1.36
TOTAL		14,346	14,346	1.36

Fuente: GESTIONA GTX
Elaboración: BWR.

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 1.36 veces. Para el cálculo de la cobertura de los activos que muestra el cuadro anterior, se ha restado del activo total a los activos intangibles debido a que podrían no ser recuperables en un escenario conservador. Adicionalmente, en un escenario de este tipo el valor de la cartera podría deteriorarse debido a que la recaudación futura dependería de la habilidad de cobro del comprador.

La emisión de obligaciones vigente tiene garantía general, por tanto, está garantizada con los activos libres de la empresa. 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 estaría dentro del límite legal establecido por ley.

A la fecha de corte el emisor certifica que el monto de emisión de obligaciones en circulación está dentro de los límites permitidos por la ley. El monto de la emisión representa el 39.6% del 80% de los activos libres de gravamen.

Así mismo el monto en circulación representa el 77.7% del patrimonio del emisor a la fecha de corte, por lo cual cumple holgadamente con la limitación de 200% dispuesta por la normativa vigente.

RESGUARDOS

El emisor se sujeta a los siguientes resguardos previstos en el contrato:

1. Establecer las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor:

a) Los activos reales sobre los pasivos de la



compañía 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. A la fecha de corte el emisor certifica que es de 1.3.

b) 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, independiente de la instancia administrativa o judicial en la que se encuentren; los derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias y de terceros; cuentas o documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo esté 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 y extranjeras que no coticen en bolsa o mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.

2. No repartir dividendos mientras existan

obligaciones en mora.

La emisión también establece un límite de endeudamiento financiero de la compañía calculado anualmente en cada período fiscal, que no podrá exceder el 85% de los activos de esta. A la fecha de corte este indicador es de 64.5%.

A la fecha de corte el emisor certifica el cumplimiento de todos los resguardos.

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

Gestión Externa Gestiona GTX S.A. ha mantenido una trayectoria exitosa dentro del mercado de valores, con varias operaciones que han sido canceladas totalmente.

A agosto-2022 el Emisor tiene únicamente la presente Emisión de Obligaciones de largo plazo vigente en el mercado.

Según confirmación recibida por parte de la Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil en los últimos seis meses la emisión vigente no registra movimientos en el mercado secundario.

GESTION EXTERNA GESTIONA GTX S.A.

Resumen Balance	(Miles de USD)						PROYECCION				
	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	ago-22	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	
Caja y Equivalentes de Caja	765	417	2,572	1,349	649	611	620	876	702	789	
Cuentas por Cobrar Comerciales	353	449	381	292	209	149	209	256	290	304	
Inventarios	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Portafolio de Cartera Comprada	3,161	3,949	12,570	18,186	16,444	16,357	17,925	19,944	23,395	27,882	
Activos fijos	379	1,854	1,956	1,992	2,052	2,011	1,949	1,930	1,945	2,008	
Otros activos	623	780	778	932	870	796	756	646	571	495	
Total Activos	5,283	7,449	18,258	22,750	20,224	19,923	21,459	23,651	26,902	31,479	
Cuentas por Pagar Proveedores	45	252	81	67	264	332	1,551	76	76	76	
Deuda Financiera Total	1,493	1,705	11,711	16,079	13,672	12,856	11,681	14,797	17,425	21,092	
Deuda Financiera Corto Plazo	617	587	7,755	10,945	3,692	5,016	3,841	7,101	10,843	13,966	
Deuda Financiera Largo Plazo	876	1,118	3,956	5,134	9,980	7,840	7,840	7,696	6,582	7,126	
Otros Pasivos	1,117	1,421	1,588	1,802	1,248	1,159	2,535	2,561	2,637	2,780	
Total Pasivos	2,656	3,378	13,380	17,949	15,185	14,346	15,766	17,434	20,138	23,948	
Patrimonio	2,627	4,071	4,878	4,801	5,039	5,576	5,693	6,217	6,763	7,531	
Resumen de Resultados	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	ago-22	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	
Ingresos	4,850	6,367	8,541	6,932	8,397	5,756	8,596	9,262	10,402	11,510	
Costo de ventas	-2,695	-2,730	-3,757	-3,189	-3,926	-2,820	-4,216	-4,423	-4,915	-5,173	
Otros Ingresos Operativos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Egresos Operativos	-1,284	-1,816	-2,283	-2,137	-2,634	-1,630	-2,356	-2,514	-2,651	-2,879	
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	870	1,820	2,501	1,606	1,837	1,306	2,024	2,326	2,836	3,458	
Ingresos y gastos no operativos neto	53	38	83	124	147	52	97	86	88	90	
Gasto Financiero del período	-110	-166	-719	-1,290	-1,487	-856	-1,212	-1,265	-1,655	-1,909	
Impuesto a la renta	-145	-506	-461	-204	-270	0	-256	-328	-355	-444	
Utilidad Neta	669	1,186	1,405	235	227	502	654	819	914	1,195	
Otros Resultados Integrales	3	608	2	3	12	0	0	0	0	0	
Resultado Integral	672	1,794	1,407	238	238	502	654	819	914	1,195	
Resumen Flujo de Caja	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	ago-22	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	-1,228	-1,972	-4,190	-4,260	-5,289	-4,075	-5,582	-6,350	-7,286	-8,010	
(-) Variación Capital de Trabajo sin compras de cartera	3,317	6,082	10,427	8,498	11,932	7,557	14,004	14,107	15,431	15,641	
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations) antes de compras de cartera	2,089	4,111	6,236	4,238	6,642	3,482	8,422	7,757	8,145	7,631	
(-) Compras de cartera	-1,782	-2,970	-13,212	-9,367	-4,862	-2,612	-6,428	-10,205	-10,450	-10,607	
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations) después de compras de cartera	307	1,141	-6,976	-5,129	1,781	870	1,994	-2,449	-2,305	-2,976	
(+/-) Flujo de caja no operativo	53	38	83	124	150	52	97	86	88	90	
(+) Ingresos no operativos que impliquen flujo	53	38	83	124	147	52	97	86	88	90	
(-) Egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
(+/-) Ajustes no operativos que no implican flujo	0	0	0	0	3	0	0	0	0	0	
(-) Dividendos totales pagados a los accionistas	-109	-199	-600	-315	0	0	0	-294	-368	-427	
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-55	-1,015	-301	-224	-223	-144	-130	-204	-218	-266	
(-) Inversión en activos intangibles	-13	-528	-85	-49	-20	0	0	0	0	0	
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	183	-562	-7,880	-5,593	1,688	778	1,962	-2,860	-2,803	-3,579	
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	1,493	212	10,006	4,369	-2,407	-816	-1,992	3,117	2,628	3,667	
OTRAS INVERSIONES NETO	0	1	29	1	19	0	0	0	0	0	
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	1,677	-349	2,155	-1,223	-699	-39	-30	257	-175	87	
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	0	765	417	2,572	1,349	649	649	620	876	702	
(FCFN) Flujo de Caja Libre Neto	183	-561	-7,850	-5,592	1,707	778	1,962	-2,860	-2,803	-3,579	
Indicadores	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	ago-22	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	
Patrimonio Tangible	2,599	3,514	4,297	4,243	4,566	5,149	5,018	5,618	6,239	7,081	
% crecimiento en ventas		31.29%	34.14%	-18.84%	21.13%	2.82%	2.37%	7.75%	12.30%	10.65%	
MARGEN EBIT (%)	17.94%	28.59%	29.28%	23.17%	21.87%	22.70%	23.55%	25.11%	27.26%	30.04%	
CFO antes de compras de cartera y de gasto financiero / Gasto Financiero del período (x)	19.92	25.72	9.68	4.28	5.48	5.09	7.95	7.13	5.92	5.00	
CFO después de compras de cartera y de gasto financiero / Gasto Financiero del período (x)	3.78	7.86	(8.71)	(2.97)	2.20	2.02	(3.47)	(3.92)	(3.32)	(3.10)	
FCF+cargos fijos/cargos fijos+deuda de corto plazo (x)	0.14	(1.73)	(1.22)	(0.71)	0.09	0.39	0.29	(0.71)	(0.49)	(0.46)	
CFO antes de compra de cartera / CAPEX (flexibilidad financiera)	37.73	4.05	20.70	18.94	29.85	24.20	64.93	38.11	37.42	28.69	
CFO antes de compra de cartera / Compra de cartera	1.17	1.38	0.47	0.45	1.37	1.33	1.31	0.76	0.78	0.72	
Deuda Financiera Total AJUSTADA / CFO antes de compras de cartera	0.71	0.41	1.88	3.79	2.06	2.46	1.39	1.91	2.14	2.76	
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA / CFO antes de compras de cartera	0.35	0.31	1.47	3.48	1.96	2.34	1.31	1.79	2.05	2.66	
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	36.2%	29.5%	70.6%	77.0%	73.1%	69.7%	67.2%	70.4%	72.0%	73.7%	
Pasivo Total AJUSTADO/Patrimonio Tangible (x)	1.02	0.96	3.11	4.23	3.33	2.79	3.14	3.10	3.23	3.38	
Deuda Financiera AJUSTADA/Patrimonio Tangible (x)	0.57	0.49	2.73	3.79	2.99	2.50	2.33	2.63	2.79	2.98	
Dividendo declarado / resultado del período anterior		29.5%	33.4%	22.4%	0.0%	0.0%	0.0%	45.0%	45.0%	46.7%	
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (Ajustada)	41.3%	34.4%	66.2%	68.1%	27.0%	39.0%	32.9%	48.0%	62.2%	66.2%	
CFO antes de compra de cartera / deuda financiera de corto plazo (x) Anual	3.38	7.00	0.80	0.39	1.80	1.04	2.19	1.09	0.75	0.55	
CFO después de compra de cartera / deuda financiera de corto plazo (x) Anual	0.50	1.94	-0.90	-0.47	0.48	0.26	0.52	(0.34)	(0.21)	(0.21)	
Reserva en CASH-líneas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.30	-0.96	-1.02	-0.51	0.46	0.23	0.51	-0.40	-0.26	-0.26	
Reserva en CASH-líneas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre NETO (luego de inversiones en terceros) / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.30	-0.95	-1.01	-0.51	0.46	0.23	0.51	-0.40	-0.26	-0.26	

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.