



Ecuador
Segundo Seguimiento

II Titularización de Cartera Importadora Tomebamba Valores VTC-TOMBAMBA II

Calificación

Serie	Calif. anterior	Calif. actual	Último cambio
A	N/A	AAA	--
B	N/A	AAA	--
C	N/A	AAA	--

N/A: No aplica, no se han dado cambios de calificación

Descripción de la Calificación

“Corresponde al patrimonio autónomo que tiene excelente capacidad de generar los flujos de fondos esperados o proyectados y de responder por las obligaciones establecidas en los contratos de emisión.”

Principales participantes:

- *Originador:* Importadora Tomebamba (ITSA)
- *Administrador Cartera:* ITSA
- *Agente de Manejo:* Fideval S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos.

Punto de equilibrio financiero:

Un valor

Contactos:

Patricia Pinto
(5932) 292 2426 ext. 103
pinto@bwratings.com

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

Fundamento de la calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió mantener la calificación de las series A, B y C del Fideicomiso Mercantil de la II Titularización de Cartera Importadora Tomebamba, en 'AAA'.

Calificación Local: La calificación emitida pertenece a 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 de la transacción.

Elevada capacidad de pago bajo condiciones de estrés. El análisis de la capacidad de pago de la titularización se realiza modelando los flujos proyectados de la cartera fideicomitada, ajustados por distintos niveles de siniestralidad, recuperación legal y prepago; el flujo se asigna al pago de los títulos calificados y demás obligaciones, en función del orden de prelación establecido y las tablas de amortización. Sobre la base de dicho análisis se concluye que las series calificadas mantendrían su capacidad de pago en un escenario de estrés consistente con la calificación AAA.

Cobertura importante de mecanismos de garantía. El mecanismo de garantía utilizado en la titularización es la sobrecolateralización, que consiste en que el Originador ha transferido un monto de cartera superior al valor nominal de los títulos a emitirse; dicho exceso servirá para cubrir desfases en los flujos proyectados, debido principalmente a la morosidad y al prepago de los créditos titularizados. Dicho mecanismo de garantía permitiría un deterioro 5.3 veces más grande que la pérdida base utilizada por la calificador. La capacidad de pago de la titularización se encuentra vinculada a los flujos que generará el activo subyacente, y por tanto se considera independiente de la fortaleza crediticia futura del Originador.

Estructura legal adecuada. La emisión se encuentra respaldada con cartera proveniente de la venta de vehículos nuevos y usados realizada en los concesionarios Casabaca y Toyocosta. Hemos recibido una opinión legal favorable respecto a la legalidad y transferencia efectiva de los activos titularizados hacia el patrimonio autónomo, la cual se formaliza con la firma del contrato de fideicomiso y el endoso de los referidos documentos de crédito. La Fiduciaria ha certificado que los documentos de crédito que respaldan a la cartera fideicomitada se encuentran en custodia de Decevalle, a quien se delegó la custodia de los mismos.

Riesgos de contraparte evaluados favorablemente. Importadora Tomebamba S.A. (ITSA) es el originador de la presente titularización y es el administrador de la cartera fideicomitada. Luego de analizar la trayectoria de la empresa, sus políticas de originación y cobranzas, y su infraestructura, consideramos que ITSA tiene la capacidad técnica y la infraestructura necesaria para cumplir adecuadamente con estas obligaciones. Los riesgos de contraparte existentes en la escritura son bajos debido a su naturaleza de corto plazo, la calidad de las contrapartes y las garantías internas y externas existentes para mitigarlas.



Presentación de Cuentas

El presente análisis se ha fundamentado principalmente en los siguientes documentos e información:

- Contrato de Fideicomiso y demás documentos legales pertinentes.
- Informe de estructuración financiera
- Información sobre el comportamiento histórico de la cartera automotriz comprada por el Originador a Casabaca y Toyocosta desde enero-2009 hasta diciembre-2014.
- Estados financieros de Fideival a diciembre-2013 y diciembre-2014 preparados bajo Normas Internacionales de Información Financiera. Los estados financieros del 2013 y 2014 fueron auditados por la empresa Nuñez Serrano & Asociados, que emitió una opinión limpia sobre su razonabilidad. Estados financieros directos de Fideival a diciembre-2015.
- Estados financieros del Originador por los períodos anuales 2012, 2013 y 2014. En los tres años la firma auditora KPMG otorgó una opinión sin salvedades sobre su razonabilidad bajo Normas Internacionales de Información Financiera. Estados financieros directos a diciembre-2015.
- Estados financieros directos del Fideicomiso a diciembre-2015. Información relevante sobre la evolución del activo subyacente y del proceso de titularización hasta diciembre-2015.

Entorno Económico y Riesgo Sistémico

Por favor remitirse al anexo 1.

Análisis de Estrés

Pérdida estimada de la cartera de créditos titularizada

La pérdida bruta esperada (antes de recuperaciones por vía legal) para un escenario base (*pérdida base* en adelante) se obtiene del estudio del comportamiento histórico de la cartera del Originador; de la revisión de sus políticas de originación y cobranzas; de la experiencia internacional, y del análisis de las características mínimas de la cartera que ingresará al Fideicomiso a lo largo de su vigencia.

En la calificación inicial la base de cartera histórica se agrupó en *cosechas* de acuerdo a su trimestre y año de colocación, y se calculó la siniestralidad de cada una, en función del saldo de la cartera automotriz que hubiere mantenido en algún momento de su vida cinco o más cuotas vencidas. Puesto que el Fideicomiso establece que podrá ingresar en el

Fideicomiso cartera perteneciente a Importadora Tomebamba que hubiese sido comprada a Casabaca o a Toyocosta, se analizó la cartera de ambas plazas.

Posteriormente, se realizó una extrapolación de la pérdida de las cosechas con pocos meses transcurridos en función del comportamiento de las cosechas con mayor historia y se obtuvo el promedio de la proyección de todos los trimestres analizados.

Por último, se ajustó el nivel de pérdida encontrado considerando la evaluación de las políticas de originación y cobranza de la cartera automotriz de Importadora Tomebamba así como los requisitos mínimos que debe tener la cartera que ingrese al Fideicomiso a lo largo de su vida.

Sobre la base de este análisis se determinó una pérdida bruta esperada de 4.30%, a utilizarse como escenario base, que se mantiene para este seguimiento de calificación.

El modelo de flujos considera también un supuesto de recuperación parcial de los créditos en mora, a través de la acción legal correspondiente y luego de un tiempo estimado de 24 meses. Tanto el nivel de pérdida como el porcentaje de recupero es estresado de acuerdo al escenario de calificación.

Por último, cabe indicar que en el contrato del Fideicomiso el Originador se compromete a reemplazar mensualmente por nueva cartera a aquellos préstamos que registren atrasos mayores a 90 días. En el presente análisis se busca encontrar la capacidad de pago autónoma del Fideicomiso, por lo que se considera un escenario donde el Originador no cumpla con esta obligación.

Prepago de la cartera

El modelo contempla un análisis de la sensibilidad de la capacidad de pago de la titularización a movimientos en la tasa de prepago de la cartera. El prepago parcial y/o total de los créditos reduce la generación de intereses esperados de acuerdo a su tabla de amortización, si es que estos no son reemplazados inmediatamente por nuevos créditos.

El prepago histórico de la cartera del Originador se estima en 11.9% anual, medido bajo la metodología de tasa de prepago constante (CPR por sus siglas en inglés). Para la evaluación de la sensibilidad de la emisión calificada al prepago se probó el comportamiento de la estructura bajo niveles comprendidos entre 0% y 24%. Cabe indicar que la tasa de prepago promedio desde la constitución del Fideicomiso hasta la fecha se ubica en 10.13%.

En circunstancias normales, se espera que el Originador utilice su derecho de intercambiar mensualmente los flujos excedentes del Fideicomiso por nueva cartera automotriz, con lo cual el efecto



del prepago se mitigaría; si es que esto no sucediera, el Fideicomiso empezaría a acumular en el tiempo un nivel importante de efectivo, que reduciría la generación de excedentes. Este escenario se evalúa como parte del análisis de calificación.

Por otro lado, el nivel prepago puede verse influenciado por las compras que el Originador realizará de la totalidad de los créditos que mensualmente hayan tenido abonos extraordinarios y que hubieren modificado su tabla de amortización; en estos casos la empresa debe realizar la restitución con nueva cartera de al menos el mismo valor nominal.

Estructura Financiera y Legal

Hemos recibido una opinión legal favorable respecto a la legalidad y forma de transferencia de los activos del patrimonio autónomo.

La transferencia de dominio de la cartera de crédito se la realizará a título de fideicomiso mercantil, y en el caso de la primera transferencia la misma se verifica legalmente con la firma del contrato de fideicomiso y con la cesión de los referidos documentos de crédito. Si se tratare de pagarés a la orden y letras de cambio, estas deberán ser endosadas documento por documento a favor del fideicomiso conforme lo señala el artículo 1849 del Código Civil.

En abril-2015 se realizó la transferencia inicial de cartera por un valor nominal (incluyendo el capital del seguro anual financiado) de USD 19,767,342.52. Hemos recibido por parte de la Fiduciaria la certificación de que todos los documentos de créditos de la cartera titularizada a la fecha de corte se encuentran en custodia de Decevalle.

El mecanismo de garantía utilizado en este proceso de titularización es la sobrecolateralización, que consiste en que el Fideicomiso mantendrá un monto de cartera superior al valor nominal de los títulos a emitirse. De acuerdo al informe de estructuración financiera, este mecanismo de garantía cubre en al menos 17.01 veces el índice de siniestralidad calculado por el estructurador (1.86%), cumpliendo holgadamente con el requerimiento legal de 1.5 veces.

Cabe indicar que de acuerdo a la estructura del informe para todos los cálculos financieros y de cobertura de los mecanismos de garantía se considera *cartera* al capital por amortizar del financiamiento de vehículos y al capital por amortizar del financiamiento del seguro cuyo período se encuentre devengando, excluyendo por tanto al seguro que a futuro se financiaría pero que todavía no se está devengando. A lo largo de este informe se utilizará el mismo criterio para referirnos a la cartera

fideicomitada, así como para todo el análisis e información reportada, salvo que se indique lo contrario.

A la fecha de corte los fondos disponibles, cartera automotriz y cuentas por cobrar de corto plazo al Originador por la recaudación de la cartera suman USD 22.2 MM, por lo cual existe un sobrecolateral de 7.2MM frente a un monto por emitir de USD 15MM, que representa **48% del monto autorizado por emitir o 32.3% del activo de respaldo**. Este último porcentaje cubre en 7.5 veces la pérdida base de 4.30% utilizada para este análisis.

La diferencia entre el índice de siniestralidad calculado por el estructurador financiero (1.86%) y el utilizado como escenario base por la calificadora (4.30%) se da entre otras razones porque el primero es neto de recuperaciones legales mientras que la calificadora analiza dichas recuperaciones de forma independiente. Adicionalmente, la estimación puede variar debido a la muestra utilizada, la metodología de estimación y los supuestos considerados por la calificadora en relación a las características futuras que podría tener la cartera del Fideicomiso, en función de lo que permite la estructura.

El nivel de sobrecolateralización requerido varía mensualmente en función de la tabla que está incluida en el contrato del Fideicomiso. En la misma se aprecia que el requerimiento iría de 29% hasta 95.03%, con porcentajes más altos especialmente en el último año de vigencia de la serie más larga.

El hecho de que el pago en tiempo y forma de los títulos emitidos dependa principalmente de un activo separado, diversificado, e independiente del riesgo de crédito de Importadora Tomebamba, combinado con las demás características de la estructura, permiten que la titularización tenga una calificación de riesgo superior a las que tendrían las obligaciones generales del Originador.

La cartera prepagada total o parcialmente o con problemas de pago debe ser reemplazada por el Originador, por lo que en condiciones normales el Fideicomiso se encuentra protegido del riesgo de crédito y prepago de la misma. No obstante, la capacidad de pago de la titularización se modela en el presente análisis de calificación sin considerar estas características, puesto que se busca estimar la fortaleza intrínseca de la estructura, con independencia de la capacidad y voluntad futura del Originador de cumplir con dichos compromisos.

Por otra parte, el riesgo de contraparte existente entre el Fideicomiso y el administrador de cartera, que es el mismo Originador, es reducido debido a que el traspaso de la recaudación de la cartera se realiza semanalmente. Adicionalmente, la estructura considera un Fondo de Reserva de Liquidez que



supera los montos de recaudación semanal estimados. A través de este mecanismo en el primer año se mantendrá recursos líquidos por USD 300,000, y de ahí en adelante su monto se reducirá anualmente en USD 50,000. A diciembre-2015 dicho fondo se encuentra completo.

Las políticas de depósitos e inversiones también mitigan el riesgo de crédito de las mismas. El contrato del Fideicomiso considera que los depósitos a la vista e inversiones temporales que realice el Fideicomiso solamente podrán realizarse en emisores o entidades distintos al Originador, que estén aprobados por éste y que tengan al menos calificación de riesgo AA+ en escala local. A nivel internacional, los depósitos e inversiones podrían hacerse en entidades con calificación de al menos BBB y A, respectivamente. Además, se espera que las inversiones sean de corto plazo puesto que su vencimiento debe ser igual o anterior a las fechas de cumplimiento de las obligaciones del Fideicomiso.

El riesgo de descalce derivado de que la cartera aportada mensualmente pueda tener un plazo mayor hasta en 12 meses al plazo remanente de los títulos a emitirse se encuentra cubierto tanto por el holgado nivel de sobrecolateralización como por el denominado Fondo de Reserva por Descalce de Plazos, que se conformará a través de una provisión mensual del primero al trigésimo mes, hasta llegar a la suma de USD 382,035. La estructura contempla además en algunos meses niveles de sobrecolateralización superiores al 29% establecido como mínimo, que mitigarían este riesgo, especialmente en los períodos finales.

En el informe de la calificación inicial disponible en www.bankwatchratings.com, se puede encontrar un resumen de las principales características de la estructura.

Gastos de operación

Se espera que los principales gastos de operación del Fideicomiso estén compuestos principalmente por los honorarios de la Fiduciaria, comisión de custodia, mantenimiento en la bolsa de valores, agente pagador, calificación de riesgo y auditoría. Para el escenario de calificación se suponen gastos fijos mensuales de USD 8,000, los cuales tienen un estrés de entre 27% y 33% frente a los esperados.

Adicionalmente, si bien el Originador no facturará al Fideicomiso por el servicio de administración de cartera, se considera un gasto variable por administración de la misma, tomando en cuenta la posibilidad de que por cualquier motivo existiera en el futuro un cambio de administrador.

En 2015 se registraron gastos operativos de USD 35,272, de los cuales USD 10,277 corresponden a

comisiones por colocación, que no se repetirían a futuro. Debido a que la emisión de los títulos se realizó en septiembre-2015 la estructura de costos de este año no es representativa de su comportamiento en el futuro.

Sensibilizaciones al flujo de caja

El análisis de la capacidad de pago de la titularización se realiza modelando los flujos proyectados de la cartera del Fideicomiso, así como las obligaciones que este deberá cumplir, en función de los gastos de operación mensuales y de los dividendos a pagarse a los inversionistas de esta titularización, en función de las tablas de amortización de las series a emitirse.

La principal fuente de recursos del Fideicomiso es la cartera fideicomitada, cuyos flujos se modelan, ajustándolos por distintos niveles de pérdida bruta, recuperación legal y prepago, de acuerdo a la calificación asignada. Se consideran además los fondos disponibles e inversiones que mantiene o mantendrá el Fideicomiso.

El flujo obtenido en cada período mensual, una vez restados los gastos operativos proyectados, se aplica de acuerdo al orden de prelación establecido, para el pago de capital e intereses de las series a emitirse.

La pérdida bruta a utilizarse en cada escenario de calificación se obtiene a través del uso de múltiplos de estrés que se aplican sobre la pérdida base, y que dependen del escenario de calificación. La calificadora asume una curva que determina el momento en que se generan las pérdidas de la cartera.

El flujo obtenido luego de la aplicación de los puntos explicados en los párrafos anteriores se compara con las obligaciones mensuales del Fideicomiso, de acuerdo a la prelación establecida, lo cual permite establecer su capacidad de pago. En esta titularización el sobrecolateral de cartera y los fondos de Reserva de Liquidez y Reserva por Descalce de Plazos permiten que los flujos para el pago sean suficientes en los escenarios de estrés modelados.

El análisis considera también el efecto en la capacidad de pago de la titularización que podría tener el descalce potencial de plazos entre la cartera y los títulos a lo largo del tiempo, puesto que el Fideicomiso puede recibir créditos con plazos por vencer que superen en hasta 12 meses los de las obligaciones emitidas. Este riesgo de liquidez se encuentra mitigado por la existencia de los Fondos de Reserva de Liquidez y Reserva por Descalce de Plazos.

Por otro lado, también se revisa la fortaleza individual de la titularización, bajo un escenario en que el Originador no realizara sustituciones mensuales de efectivo por cartera. En este caso el Fideicomiso acumularía una cantidad importante de



efectivo, activo de baja rentabilidad, y al mismo tiempo pagaría el costo financiero pactado, por lo que asumiría un margen de interés negativo. Este riesgo se mitiga a través del alto nivel de sobrecolateral de cartera.

Con todas las consideraciones antes enunciadas, se concluye que las series A, B y C emitidas por el presente Fideicomiso de titularización pueden pagarse en tiempo y forma bajo un escenario de estrés consistente con su calificación actual.

Evolución de la Titularización

Evolución de la Emisión

	Serie A	Serie B	Serie C
	USD 3 millones	USD 4 millones	USD 8 millones
Monto autorizado	USD 3 millones	USD 4 millones	USD 8 millones
Monto colocado	2,300,000.00	2,000,000	-
Saldo Insoluto	2,108,333.33	1,875,000	-
Plazo	1080 días	1440 días	1800 días
Fecha Emisión	04-sep-15	04-sep-15	04-sep-15
Fecha Vencimiento	04-sep-18	04-sep-19	04-sep-20
Amortización Capital	Trimestral	Trimestral	Trimestral
Pagos de capital	Iguales	Iguales	Iguales
Amortización Interés	Trimestral	Trimestral	Trimestral
Tasa de cupón	7.50%	7.75%	8.00%
Base cálculo intereses	30/360	30/360	30/360
No. Resolución aprobatoria	SCVS.IRQ.DRMV.2015		
Fecha aprobación	11-ago-15		

A diciembre-2015 se han colocado USD 4.3MM de los USD 15MM autorizados. Por tanto, se habría cumplido el punto de equilibrio de la emisión, que se fijó en un valor. La fecha de emisión de los valores es el 04 de septiembre de 2015, fecha en la que se realizó la primera colocación, y en diciembre-2015 se realizó el pago del primer dividendo de capital e interés de los valores emitidos.

Si bien todavía no ha concluido el plazo de nueve meses calendario otorgado por la Superintendencia para la colocación primaria de los valores, se indica como hecho subsecuente que el originador ha conseguido en febrero-2016 la autorización para suspender dicho proceso, renunciando a la colocación de nuevos títulos.

Bajo estas consideraciones, el originador podrá aplicar lo indicado en el literal veintiuno de la cláusula sexta del contrato del Fideicomiso, que establece la Fiduciaria deberá restituir al Originador, cartera equivalente al monto de los valores no colocados, más un 26.77% de este valor, siempre y cuando se hubieren cumplido las provisiones establecidas.

Por otro lado, en el ajuste mensual al nivel de sobrecolateralización de la estructura, cualquier exceso sobre el porcentaje establecido sobre el monto emitido actualmente devolverá cualquier exceso de garantía existente.

Los procedimientos antes anotados estaban previstos y en nuestro criterio no implican un riesgo a la capacidad de pago en tiempo y forma de los títulos calificados.

Evolución del Activo Subyacente

Características de Cartera Analizada			
	Calif. Inicial	Seg. 1	Seg. 2
Corte Información	05-feb-2015	30-jun-2015	31-dic-2015
Fondos disponibles e inversiones		370,620.54	2,670,020
Cuentas por cobrar al originador		570,319.96	400,140.81
Cartera analizada (capital)	19,740,762	18,813,271	19,094,146
Subtotal activo de respaldo	19,740,762	19,754,211	22,164,308
Número de Créditos	1,073	1,162	1,390
Saldo Promedio por Crédito (USD)	18,398	16,190	13,737
Plazo original promedio	39	38	30
Plazo transcurrido promedio	11	15	7
Plazo remanente promedio	28	24	23
Tasa promedio ponderada cartera	15.2%	15.2%	15.2%
% Financiam. Personas Naturales	80.9%	82.5%	81.6%
Saldo Deuda / Avalúo gntia. (DAV)	79.5%	86.5%	71.4%
Cuota mensual / Ingresos *	23.0%	22.1%	22.7%
% créditos mayores a USD 100,000	0.00%	0.0%	0.0%
% financiado por Casabaca	61.08%	64.1%	62.8%
% financiamiento vehículos nuevos	81.08%	78.6%	78.2%
% financiamiento vehículos livianos	100.00%	92.4%	100.0%
> 3 cuotas vencidas / saldo insoluto	0%	0%	0%
Concentración Regional:			
Pichincha	55.5%	58.6%	74.1%
Guayas	35.2%	33.0%	16.7%
Santo Domingo de los Ts.	2.4%	2.5%	2.8%
Otros	6.9%	6.0%	6.4%

* Solo personas naturales, excluye deudores con ingresos > USD 15M

En el cuadro anterior se aprecian las principales características del activo subyacente del Fideicomiso a la fecha de corte y su evolución frente a la calificación inicial.

A diciembre-2015 el Fideicomiso mantiene efectivo por USD 2.67MM, que incluye USD 338M de los fondos de liquidez requeridos, USD 379M que son parte de la sobrecolateralización requerida, ser así como la provisión para el próximo dividendo trimestral de los títulos, que suponiendo la colocación total sería de USD 1.2MM. Puesto que hay una sobrecolateralización superior a lo requerido en el ajuste realizado mensualmente se esperaría una devolución de excedentes al Originador.

A diciembre-2015, la cartera suma USD 19.1MM y se encuentra atomizada en 1390 créditos automotrices otorgados para financiar la compra de vehículos livianos nuevos y usados adquiridos por clientes de las empresas Casabaca y Toyocosta.

Cabe indicar que a lo largo de la vida de la titularización las características de la cartera titularizada variarán, en función de su propia evolución y de las nuevas operaciones que ingresen al Fideicomiso como parte de los procesos mensuales de restitución de cartera.



El 90.3% del saldo de la cartera proviene del financiamiento de carros de marca Toyota, y el porcentaje restante financia vehículos de distintas marcas, que generalmente se reciben como parte de pago de la compra de vehículos nuevos en dichos concesionarios. El 78.2% del saldo de cartera financia la compra de carros nuevos.

En promedio el saldo de cada crédito representa el 71.4% del avalúo estimado del vehículo, lo cual refleja la política actual de originación (cuota inicial de 30% en relación al avalúo incluido IVA y seguro).

Respecto a la capacidad de pago de los deudores, medida por la relación entre la cuota mensual y el ingreso de las personas naturales, esta se mantiene en niveles adecuados y similares al a calificación inicial.

El plazo remanente promedio del fideicomiso es de 23 meses, menor al plazo promedio de los títulos emitidos, que es de 39 meses. Mensualmente el originador entrega nueva cartera al Fideicomiso a cambio del efectivo excedente, luego de realizar las provisiones de recursos líquidos que establece la estructura. Por tanto, en el transcurso de la titularización esta relación variará, pero en función de las políticas del Fideicomiso, en el peor escenario podría existir un descalce de plazos de máximo 12 meses.

La cartera continúa manteniendo la concentración en las provincias de Pichincha y Guayas, que se derivan de la ubicación geográfica de los locales de Casabaca y Toyocosta. Este riesgo se encuentra mitigado en parte por la diversificación por emisor, la calidad de la cartera, la cobertura de su garantía, y la importancia de las dos plazas en la economía del País.

Por último, la calidad de la cartera se mantiene a la fecha de corte. Únicamente el 3.2% tiene 2 cuotas vencidas y no existen créditos en mora en 3 o más cuotas.

Importadora Tomebamba S.A. (Originador y Administrador de Cartera)

Importadora Tomebamba S.A. (ITSA) es el originador de la presente titularización y administrador de la cartera fideicomitada. Luego de analizar la trayectoria de la empresa, sus políticas de originación y cobranzas, y su infraestructura, consideramos que ITSA tiene la capacidad técnica y la infraestructura necesaria para cumplir adecuadamente con estas obligaciones.

La Empresa se constituyó en Cuenca en 1964, como una entidad principalmente comercial, y ha mantenido una trayectoria exitosa, con ventas que en 2015 llegan a USD 128 millones. Actualmente tiene

presencia, ya sea con oficinas principales, agencias y/o talleres, en las siguientes ciudades: Cuenca, Machala, Loja, Riobamba, Ambato, Guayaquil y Quito.

La familia que mantiene la mayoría accionaria participa dentro de la administración de la empresa, a través de ejecutivos con amplia experiencia y conocimiento del sector. De igual forma, el Directorio está conformado por profesionales reconocidos.

Las ventas de ITSA se encuentran diversificadas en varias líneas de negocio, entre las que destacan las de vehículos, talleres de servicio, repuestos, motocicletas, llantas y electrodomésticos.

Adicionalmente la empresa genera ingresos financieros importantes provenientes del otorgamiento de crédito directo a sus clientes y a los de los concesionarios de la marca Toyota en Ecuador.

La distribución de vehículos de la marca Toyota en el País se realiza a través de la empresa Toyota del Ecuador, que a su vez distribuye a las tres entidades comercializadoras existentes: Importadora Tomebamba, Casabaca y Toyocosta.

ITSA comercializa estos vehículos a través de oficinas propias ubicadas en Cuenca, Machala, Loja, Riobamba y Azogues, con ventas directas en esta línea que en 2014 llegaron a USD 48 millones y en 2015 bajaron a USD 33 millones, debido a las restricciones de cupo y al entorno económico. Adicionalmente distribuye a Casabaca un tercio del inventario que requiere, que en el último año equivalió a USD 13 millones (USD 26 millones en 2014).

Toyocosta mantiene cinco locales ubicados en la provincia del Guayas, uno en Quevedo y otro en Manta, para atender la costa ecuatoriana. Por otra parte, la empresa Casabaca realiza la comercialización de esta marca a través de ocho locales ubicados en el Distrito Metropolitano de Quito, una agencia en la provincia de Orellana y otra en Santo Domingo.

ITSA generó en el 2015 utilidades por USD 6.7 millones, un 28.5% menos que el precedente. La reducción se dio por las menores ventas de vehículos por al endurecimiento de los cupos de importación de vehículos livianos y CKDs, así como por las normas técnicas y demás restricciones a las importaciones que el Gobierno impulsa para contrarrestar la caída del precio del petróleo. La caída fue menor a lo inicialmente proyectado por la empresa. Dado el entorno económico actual, esperamos que el 2016 se de una nueva contracción en volumen de ventas, tanto en la empresa como en el sector automotor.

La institución ofrece financiamiento tanto a los vehículos vendidos directamente, como a aquellos comercializados por Casabaca y Toyocosta. Para el efecto, ITSA cuenta con personal propio ubicado en



estos locales, que reciben las solicitudes de crédito y las canalizan hacia el área encargada del análisis y aprobación de los mismos. Estos créditos son los que se titularizarán a través de la presente estructura.

Fideval S.A., Administradora de Fondos y Fideicomisos (Agente de Manejo)

Fideval S.A., Administradora de Fondos y Fideicomisos (Fideval en adelante) es la fiduciaria de esta titularización. Consideramos que la empresa tiene la capacidad técnica y experiencia suficiente para desempeñarse adecuadamente como Administradora del presente fideicomiso.

La Fiduciaria se constituye en 1994 como casa de valores y en 1998 cambia su nombre y objeto social al actual. El 11 de julio de 2005 se autoriza su participación en procesos de titularización.

En 2012 Fideval adquiere la administradora de fondos y fideicomisos Fondospichincha, y en 2013 se completa el trámite de fusión por absorción con dicha empresa. Fideval mantuvo a la mayoría del personal técnico y recibió mayor infraestructura tecnológica, beneficiándose así de la experiencia de Fondospichincha. La Fiduciaria tiene un patrimonio neto de USD 2 millones, y administra activos de terceros por más de 2,000 millones, manteniendo su puesto como la fiduciaria más grande del País.

El Gerente General de la compañía se encuentra en sus funciones más de 10 años y tiene amplia experiencia en la industria. Tanto los miembros del Directorio como las principales gerencias cuentan con formación profesional y experiencia para ejecutar sus funciones.

La empresa utiliza el programa Gestor, especializado en la administración de fideicomisos, fondos de inversión, de pensiones, titularización y activos de carteras, bajo una estructura parametrizable.

La Fiduciaria realiza respaldos diarios y semanales de la base de datos, fuentes y programas de la Institución, que se custodian en un banco y un proveedor externo, y mantiene un plan de continuidad de negocio, que la protegería de pérdidas de información por un evento catastrófico. De acuerdo a la institución, en caso de requerirse su sistema podría restaurarse en 24 horas en otro equipo de servidor similar, para lo cual cuentan con contratos de apoyo con proveedores locales.

Presencia Bursátil Del Valor

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 del papel en el mercado y no al contrario.

El presente proceso constituye la segunda titularización de cartera automotriz donde Importadora Tomebamba actúa como Originador. La anterior emisión se canceló en tiempo y forma en septiembre-2013, en función de su tabla de amortización. Actualmente la empresa no mantiene ninguna emisión en el mercado de valores, además del presente proceso.

Ecuador

Entorno Económico y Riesgo Sistémico

Sector Real

USD Millones	2012	2013	2014
PIB Corriente en millones	87,623	94,473	100,543
PIB Constante en millones	64,106	67,081	69,632
Tasa de crecimiento anual			
PIB Corriente	10.53%	7.82%	6.43%
PIB Constante	5.22%	4.64%	3.80%

Comercio Exterior

USD Millones (FOB)	Ene/Jun 2014	Ene/Jun 2015
Exportaciones	13,427	9,826
Petroleras	7,241	3,824
No Petroleras	6,186	6,001
Importaciones	12,743	11,043
Balanza Comercial	684	(1,217)

Reserva y Deuda

USD Millones	2013	2014	2015 II *
RILD	4,361	3,949	4,739
Deuda Pública Interna	9,927	12,558	12,304
Deuda Pública Externa	12,920	17,582	20,038
Deuda Privada Externa	5,859	6,545	7,046
Deuda pública	22,847	30,140	32,342
Deuda pública como % PIB	24.18%	29.98%	0.00%

* Dato acumulado del año

Indicadores Monetarios

USD Millones	2013	2014	2015 I *
Inversión Extranjera Directa	732	766	171
Remesas	2,450	2,462	530

* Dato acumulado del año

Inflación

IPC	2013	2014	2015 I *	2015 II *
Tasa de Inflación Mensual	0.20%	0.11%	0.41%	0.41%
Tasa de Inflación Anual	2.70%	3.67%	3.76%	4.87%
Tasa de Inflación Acumulada	2.70%	3.67%	1.63%	3.08%

Mercado Laboral

	2013	2014	jun-15
Desempleo	4.86%	4.54%	5.60%
Subempleo	43.18%	43.78%	39.30%
Ocupados Plenos	51.67%	51.40%	55.10%

Fuente: BCE

Elaboración: BWR

Contactos:

Patricia Pinto
(5932) 292 2426 ext.103
ppinto@bwratings.com

Sebastián Baus
(5932) 292 2426 ext.104
sbaus@bwratings.com

La economía ecuatoriana se caracteriza por tener una estructura concentrada en ingresos y poca flexibilidad de fondeo. La dependencia en pocos productos para el desarrollo de la economía y la falta de un fondo de estabilización para épocas de crisis, generan mayor incertidumbre en cuanto a la liquidez de la economía, la cual influye directamente en el desarrollo del sistema financiero, de la industria, y del comercio en general. Por otra parte, el bajo incentivo a la inversión extranjera directa (IED) y la estructura concentrada de la balanza comercial, representan un problema para un país dolarizado, limitando el crecimiento de la oferta monetaria y por ende de la economía.

La vulnerabilidad de la economía ecuatoriana se evidencia en el año 2015 que ha transcurrido y termina con un entorno operativo económico de liquidez contraída y de alta incertidumbre económica, política y social, lo cual seguramente se extenderá al menos a la primera mitad del 2016, dependiendo del comportamiento del precio del petróleo y de la dirección de las decisiones del gobierno principalmente en cuanto a temas estructurales relacionados al gasto corriente, al comercio exterior, a las políticas que afecten a la industria local y a las inversiones en general. Mientras que la economía ecuatoriana mostró tasas de crecimiento importantes, aunque decrecientes, en los últimos 4 años (entre 7.87% y 3.80% en términos constantes) para el 2015 el BCE espera que el PIB crezca en 0.4% en términos constantes; equivalente a un decrecimiento del 1.8% en términos corrientes.

La pérdida de ingresos por la caída del precio del petróleo (51% entre sep-2014 y sep-2015), el cual sigue a la baja (USD 25 estimado para el 2016 según el último ajuste presupuestario del Gobierno), no permitirá sostener el importante gasto corriente por parte del Gobierno, lo cual ha sido el motor del crecimiento económico de los últimos años. Asimismo, será inevitable limitar los proyectos de inversión. Creemos que esta pérdida de ingresos y la menor actividad del Gobierno difícilmente podrán ser compensadas con inversión privada local y/o extranjera que promueva la producción y/o el comercio, ya que el enfoque político, el endurecimiento de las leyes tributarias y la volatilidad del entorno legal no propician un ambiente adecuado para el efecto. Por otro lado, la percepción actual en cuanto al Ecuador como riesgo de crédito también limita las alternativas de fondeo a través de nuevos créditos. Por último, los problemas económicos actuales de China (mayor prestamista del país en los últimos periodos) generan incertidumbre en cuanto a los compromisos financieros adquiridos con el Ecuador. La inversión pública sí se ha reducido, pero en niveles menores al estimado por el Gobierno. El déficit de las operaciones del Gobierno Central fue menor de lo que se esperaba gracias a mayores recaudaciones por la amnistía tributaria, la nueva reforma tributaria y los gravámenes a las importaciones.

La industria ecuatoriana ha tenido y tendrá que enfrentar adicionalmente factores externos, como es la apreciación del dólar frente a las monedas de los países con los que comerciamos, lo cual reduce nuestra competitividad tanto en el mercado local como en el exterior. A esta pérdida de competitividad contribuye adicionalmente, el alto costo de producir en el Ecuador afectado especialmente por los salarios. Por otro lado, los precios de los productos locales se incrementaron ya que la creciente demanda de la época de bonanza no estuvo acompañada con aumentos de productividad. Las exportaciones no petroleras también mantienen la tendencia a decrecer durante el 2015.

Para controlar la demanda de los productos importados el Gobierno implementó cupos, y un sistema de salvaguardia de balanza de pagos (marzo-2015) para encarecer dichos productos (del 5% al 45% a casi 3000 productos o 32% de los productos que importa el país). La salvaguardia, contemplada por la OMC y aceptada por el período

de 15 meses, se aplicará a todos los productos que no se consideren indispensables es decir a casi todos los productos de consumo, a las materias primas y productos no terminados especialmente aquellos que compitan con los nacionales y a los bienes de capital cuya importación pueda ser pospuesta por un año. Según las normas internacionales de comercio las salvaguardias podrían extenderse y prorrogarse, por lo que legalmente podrían estar vigentes hasta por 10 años.

Durante el 2015 se observa un decrecimiento en las importaciones de bienes de consumo, de insumos y de bienes de capital. Habría que analizar puntualmente el impacto que estas medidas hayan tendido y tengan en cada industria y en cada empresa. Se conoce que las salvaguardias generaron incomodidad dentro de las negociaciones para el tratado de libre comercio con la Unión Europea, aunque en septiembre la Comisión Parlamentaria Europea resolvió favorablemente la adhesión de Ecuador al acuerdo comercial multipartes con la UE, Colombia y Perú, por lo cual se espera que el proceso siga adelante. Preocupa el poco interés de las autoridades para negociar con mercados como el de EEUU que capta algo más que el 42% de nuestras exportaciones. En este punto el acceso a mercados internacionales es crítico para el desenvolvimiento del país.

No se espera que el precio del petróleo suba ni que el dólar se debilite en el mediano plazo, por lo que el equilibrio de las finanzas públicas y del comercio exterior seguirán siendo retos para el gobierno. Estos retos tendrían que enfrentarse con cambios estructurales de difícil aceptación por parte del gobierno, ya que estarían en contra de sus políticas. Dentro de este entorno operativo complicado, el desafío para la industria nacional es recuperar su competitividad. El ambiente operativo ecuatoriano se ha visto perturbado adicionalmente por el comportamiento del Cotopaxi y la expectativa de la Corriente de El Niño; el desenvolvimiento de estos fenómenos naturales es impredecible en tiempo e intensidad pero tendrán sus efectos en la economía ecuatoriana.

Marco Regulatorio y Riesgo Sistémico

Luego de un año de la aprobación del **Código Monetario Financiero**, se mantiene la expectativa en cuanto a modificaciones importantes que a mediano plazo deben concretarse en la estructura del sistema financiero ecuatoriano. En sep-2015 venció el plazo para que las entidades financieras que mantienen acciones en otras entidades financieras, como consecuencia de convenios de asociación, enajenen las acciones; hasta el momento no se ha producido ningún cambio en este sentido. En mar-2016 vencería el plazo para la sustitución de certificados de autorización para las entidades del sistema financiero. Esto implica que diez Sociedades Financieras deban fusionarse, convertirse en banco o liquidarse; adicionalmente esta norma implica que los bancos tengan que ajustar su capital social a un mínimo de USD 11MM. La SB en acuerdo con la JPRMF podrá ampliar el plazo hasta por 18 meses por una sola vez, por razones debidamente justificadas. Creemos que la mayoría de entidades solicitará la prórroga de plazo y que a mediano plazo observaremos un sistema financiero con menor número de instituciones.

En general, una de las grandes preocupaciones que genera el Código es la ambigüedad de su redacción ya que no define con claridad el alcance de varios artículos. Inquietan las **amplias atribuciones** otorgadas a la Junta y la discrecionalidad con la que ésta puede regular, factores que limitan nuestra capacidad para determinar al momento, el impacto del Código en el sistema financiero. Los efectos que se observen en el comportamiento del sistema financiero dependerán en gran medida del enfoque de las decisiones de regulación, las mismas que pueden darse en función de objetivos técnicos o bajo una visión política. Por otra parte, es incierto si el enfoque de control de la Junta será vía punitiva o vía incentivos.

A partir del segundo trimestre de 2015, el sistema financiero muestra una importante contracción de los depósitos, principal fuente de fondeo del sistema. Esto se debe en parte a la percepción de riesgo entre el público que en algunos casos prefiere mantener su dinero fuera del sistema financiero ecuatoriano y/o bajo su propio



control; pero adicionalmente la reducción de los depósitos obedece a la contracción de la masa monetaria que se va ajustando a las nuevas condiciones del entorno macroeconómico descritas anteriormente. La reducción de los depósitos ha obligado a las instituciones financieras a desacelerar e incluso a disminuir las colocaciones en cartera privilegiando su posición de liquidez aun cuando los indicadores de rentabilidad se aprieten por menores volúmenes de crédito. Esta tendencia se mantendrá a mediano plazo. Adicionalmente, la rentabilidad se podría ver afectada por presiones en el margen financiero que provendrían del incremento en la tasa pasiva para competir por las captaciones del público.

La compleja situación del entorno macroeconómico podría afectar negativamente la calidad de la cartera de las instituciones financieras las mismas que al mismo tiempo, por la compresión de su rentabilidad, tendrían menor capacidad para establecer provisiones y fortalecer su patrimonio.

La intención del Gobierno de participar en las decisiones del sistema financiero y en aquellas que deberían ser particulares de cada institución se evidencia en las nuevas resoluciones emitidas por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera. Entre otros, los principales temas abordados en dichas resoluciones son: direccionamiento de crédito, programa de inversión de excedentes de liquidez, gestión del dinero electrónico, segmentación de la cartera de crédito. En general las normas limitan la capacidad de gestión técnica y estratégica particular de las instituciones del Sistema Financiero, lo cual aumenta su riesgo de liquidez, su riesgo de crédito, su capacidad de generación y por lo tanto su capacidad de fortalecerse patrimonialmente. Por otro lado, los frecuentes cambios en la normativa generan incertidumbre y desmotivan las estrategias y propuestas de crecimiento del negocio en el largo plazo.

Los efectos negativos del entorno operativo afectarán de manera distinta a cada una de las instituciones financieras dependiendo principalmente de la flexibilidad de su estructura de costos y de sus fortalezas patrimoniales. Consideramos que las instituciones con economías de escala eficientes y aquellas con patrimonios libres adecuados podrán afrontar de mejor manera esta coyuntura.

Una de las mayores amenazas de la industria sería una mayor contracción de depósitos la cual podría verse mitigada por la atribución que tiene la JPRMF de ejercer mayor control al flujo de capitales frente a un desequilibrio mayor de la balanza de pagos.

Para mayor información sobre el entorno económico o de los diferentes sub-sistemas financieros por favor referirse a nuestra página web, www.bankwatchratings.com en la sección “Reportes Especiales”.



La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso escrito de BANKWATCH RATINGS. Todos los derechos reservados. La asignación y mantenimiento de las calificaciones de BANKWATCH RATINGS se realizan con base en información que recibe de los emisores y de otras fuentes que BANKWATCH RATINGS considera creíbles. BANKWATCH RATINGS lleva a cabo una investigación razonable de la información sobre la que fundamenta su análisis de acuerdo con sus metodologías de calificación. Obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión determinada. La forma en que BANKWATCH RATINGS lleve a cabo la investigación y el análisis de la información disponible varía dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y del emisor al igual que los requisitos que se soliciten. Las prácticas en que se ofrece y se coloca la emisión, la naturaleza y calidad de la información pública relevante, los informes de auditoría, los acuerdos de procedimientos con terceros, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros NO son de responsabilidad de BANKWATCH RATINGS. 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 pública y otros informes. Al emitir sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS confía 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 por naturaleza son prospectivas por lo que incorporan hipótesis y supuestos sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o confirmó una calificación.

Los informes contienen información presentada por el cliente y analizada por BANKWATCH RATINGS, sobre la cual la calificadora emite opiniones sin ninguna garantía de ningún tipo. Una calificación de BANKWATCH RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión o emisor. 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 el proceso, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los nombres de los analistas se incluyen en el informe solamente como contactos en caso de ser requeridos. Un informe con una calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información requerida para el proceso de emisión. 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. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ninguna referencia en cuanto al precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversionista en particular, o la naturaleza impositiva o fiscal en relación a los títulos. La asignación, publicación o difusión de una calificación de BANKWATCH RATINGS no constituye el consentimiento de BANKWATCH RATINGS para usar su nombre sin su autorización. Todos los derechos reservados. .

© BankWatch Ratings 2015.