

Ecuador
 Sexto Seguimiento

II Titularización de Cartera Importadora Tomebamba Valores VTC-TOMBAMBA II

Calificación

Serie	Resultado Calificación	Calif. Anterior	Último cambio
A	AAA	N/R	N/R
B	AAA	N/R	N/R

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.

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

NR: No registra cambio 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.

Contactos:

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

Andrea Coronel
 (5932) 226 9767 ext. 108
acoronel@bwratings.com

Fundamento de la calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió mantener la calificación de las series A y B 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. El nivel actual de dicho mecanismo de garantía permitiría un deterioro 16.6 veces más grande que la pérdida esperada calculada por la calificadoradora. 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 Decevale, 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-2015 y diciembre-2016 preparados bajo Normas Internacionales de Información Financiera, auditados en el primer caso por la empresa Nuñez Serrano & Asociados, y en el segundo por la empresa Villavicencio & Asociados Cía. Ltda. En ambos casos los auditores emitieron una opinión limpia sobre su razonabilidad. Estados financieros directos a noviembre-2017.
- Estados financieros del Originador por los períodos anuales 2013, 2014, 2015 y 2016. En los tres primeros años fueron auditados por la firma auditora KPMG, y en el último por KPMG. En ambos casos, se otorgó una opinión sin salvedades sobre su razonabilidad bajo Normas Internacionales de Información Financiera. Estados financieros directos a noviembre-2017.
- Estados financieros del Fideicomiso a diciembre-2016 auditados por Villavicencio & Asociados Cía. Ltda., con opinión limpia sobre su presentación de acuerdo con las NIIF. Estados financieros directos del Fideicomiso a diciembre-2017. Información relevante sobre la evolución del activo subyacente y del proceso de titularización hasta la misma fecha de corte.

Entorno Económico y Riesgo Sectorial

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 mantuvo en algún momento de su vida cinco o más cuotas vencidas. Puesto que el Fideicomiso establece que podrá titularizarse 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, hecho que se ha cumplido. 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 11.57% anual, medido bajo la metodología de tasa de prepago constante (CPR por sus siglas en inglés). A partir del segundo semestre del 2017 se observa una tendencia del prepago a disminuir, sin embargo, a la fecha de corte se observan un pico



alto, por operaciones puntuales. Su evolución es volátil debido a que aquellos créditos que se precancelan parcialmente, son pagados en su totalidad por el Originador. Adicionalmente, la reducción del saldo de cartera hace más sensible el indicador a movimientos de pocos créditos.

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 23.14%.



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 realice 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.

A la fecha de corte el nivel de sobrecolateral es superior al mínimo requerido, por lo que esperamos que en los próximos meses no se den intercambios de flujo con cartera sino más bien restituciones de excedentes.

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 se encuentran en custodia de Decevale.

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.

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

A la fecha de corte los fondos disponibles y la cartera automotriz suman USD 4.9 MM, por lo cual existe un sobrecolateral de 3.6 MM frente a un saldo de los títulos de USD 1.5 MM, que representa 251.5% de la emisión o 71.6% del activo de respaldo. Este último porcentaje cubre en 16.6 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 de acuerdo a 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. Este fondo debía ser de USD 300,000 hasta septiembre-2016, y de ahí en adelante su monto se reducirá anualmente en USD 50,000. A diciembre-2017 dicho fondo se encuentra en USD 200,000.

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 este 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. Las inversiones serán 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. A la fecha de corte, este fondo es de USD 344M.

La estructura contempla además en algunos meses niveles de sobrecolateralización superiores al 29% establecido como mínimo, que mitigarían el riesgo de descalce, especialmente en los periodos 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.

Si bien el Originador no factura 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.

Desde abril-2015 a diciembre-2017 el Fideicomiso registró gastos operativos de USD 124,907. En la calificación inicial se utilizó una proyección de gasto mensual de USD 8,000 mensuales; no obstante, los gastos operativos del Fideicomiso son menores debido a la reducción del monto emitido, por lo que para este seguimiento se considera una proyección mensual de USD 4,195, que incorpora un estrés de 20% sobre lo esperado.

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.

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 emitidas.

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 y B 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

Si bien la estructura original contemplaba la emisión de tres series, con un total agregado de USD 15 millones, el Originador solamente colocó el 28% de este valor en las dos primeras series, y no comercializó la serie C de USD 8 millones.

En febrero-2016 el Originador obtuvo la autorización para suspender las nuevas colocaciones y aplicar lo indicado en el literal veintiséis de la cláusula sexta del contrato del Fideicomiso, que establece que la Fiduciaria deberá restituir al Originador, cartera equivalente al monto de los valores no colocados, más un 26.67% de este valor, siempre y cuando se hubieren cumplido las provisiones establecidas.

El procedimiento antes anotado estaba previsto y en nuestro criterio el mismo no ha afectado la capacidad de pago en tiempo y forma de los títulos calificados.

	Serie A	Serie B
Monto autorizado	USD 3 millones	USD 4 millones
Monto colocado	2,300,000	2,000,000
Saldo Insoluto	575,000	875,000
Plazo	1080 días	1440 días
Fecha Emisión	04-sep-15	04-sep-15
Fecha Vencimiento	04-sep-18	04-sep-19
Amortización Capital	Trimestral	Trimestral
Pagos de capital	Iguales	Iguales
Amortización Interés	Trimestral	Trimestral
Tasa de cupón	7.50%	7.75%
Base cálculo intereses	30/360	30/360
No. Resolución aprobatoria	SCVS.IRQ.DRMV.2015.1680	
Fecha aprobación	11-ago-15	

La fecha de emisión de los valores es el 04 de septiembre de 2015, fecha en la que se realizó la primera colocación. A la fecha de corte se ha realizado el pago de nueve dividendos trimestrales de capital e interés de los valores emitidos. El próximo pago se realizará el 4 de marzo del 2018.

Evolución del Activo Subyacente

Características de Cartera Analizada		
	Seg. 5 30-jun-2017	Seg. 6 30-dic-2017
Corte Información		
Fondos disponibles e inversiones	876,926	894,530
Cuentas por cobrar al originador	146,349	146,355
Cartera analizada (capital)	5,285,919	4,056,232
Subtotal activo de respaldo	6,309,193	5,097,117
Número de Créditos	371	319
Saldo Promedio por Crédito (USD)	14,248	12,715
Plazo original promedio	39	44
Plazo transcurrido promedio	14	15
Plazo remanente promedio	25	26
Tasa promedio ponderada cartera	14.8%	14.4%
% Financiam. Personas Naturales	73.2%	72.5%
Saldo Deuda / Avalúo gntía. (DAV)	56.1%	53.6%
Cuota mensual / Ingresos *	23.0%	23.8%
% créditos mayores a USD 100,000	0.0%	0.0%
% financiado por Casabaca	68.2%	76.0%
% financiamiento vehículos nuevos	88.4%	91.7%
% financiamiento vehículos livianos	100.0%	100.0%
> 3 cuotas vencidas / saldo insoluto	0%	0%
Concentración Regional:		
Pichincha	70.0%	72.7%
Guayas	21.7%	17.6%
Santo Domingo de los Ts.	2.4%	4.89%
El Oro	0.6%	0.5%
Otros	5.4%	4.3%

* Solo personas naturales, excluye deudores con ingresos > USD 15M y <USD 386

El activo de respaldo se ha reducido considerablemente en concordancia con un monto emitido menor al propuesto originalmente, como se explicó en la sección anterior. La Fiduciaria procedió en febrero-2016 con la devolución al Originador de



cartera por USD 11.1 MM, inversiones de corto plazo por USD 1.8 MM y efectivo por USD 1.3 MM. Aun luego de este proceso el Fideicomiso cuenta con niveles de sobrecolateral superiores a los mínimos requeridos por la estructura y que son holgados frente al saldo de los títulos vigentes.

A la fecha de corte el Fideicomiso mantiene fondos disponibles e inversiones por USD 894,530 y un saldo de cartera automotriz originada bajo las políticas del Originador, por USD 4.1 MM.

Los fondos disponibles (USD 403,459) se encuentran en una cuenta a la vista en Banco Pichincha, mientras que las inversiones (USD 480,159) corresponden a certificados de depósito en Banco Pacífico, Banco del Pichincha y Banco Internacional, de los cuales el 58.34% vence el 24 de febrero del 2018 y el 41.66% restante tiene un plazo remanente de 352 días.

Los recursos nombrados anteriormente cubren los requerimientos de la estructura en cuanto a la conformación de Fondo de Liquidez (USD 200M), al Fondo de Descalce (USD 343M), a un mes de provisión para el próximo dividendo de los títulos a pagarse en marzo (USD 123M), y al fondo rotativo (USD 10M). Considerando el nivel de sobrecolateral existente, el excedente (USD 217M) podría restituirse al Originador en el mes siguiente, sin embargo, según información de la Fiduciaria se restituyó USD 182 M en el mes de enero a favor del Originador.

Con respecto a la cartera del Fideicomiso, esta corresponde a 319 créditos con un saldo promedio de USD 12,715, otorgados para financiar vehículos livianos, en su mayoría nuevos, en 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 76% 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 91.7% del saldo de cartera financia la compra de carros nuevos.

La relación entre el saldo de la deuda y el avalúo del vehículo continúa mostrando una tendencia a reducirse, conforme se reduce el saldo de los créditos, lo cual refleja una mejor cobertura promedio del colateral. La política actual de otorgamiento de crédito considera una cuota inicial de al menos 30% en relación al avalúo incluido IVA y seguro.

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

El plazo remanente promedio del fideicomiso es de 26 meses, por lo que se aprecia un mínimo descalce de plazos respecto al plazo promedio de los títulos emitidos, que es de 27 meses. Los fondos de liquidez y de descalce, así como el elevado nivel de sobrecolateral mitigan este riesgo.

La estructura contempla que mensualmente el originador entregue nueva cartera al Fideicomiso a cambio del efectivo excedente, luego de realizar las provisiones de recursos líquidos que establece la estructura.

Debido a que el nivel de sobrecolateral supera significativamente el mínimo requerido, consideramos probable que en los próximos meses se den restituciones de los excesos de flujos.

En el transcurso de la titularización podría ingresar cartera con distintas características, pero en función de las políticas del Fideicomiso, en el peor escenario podría tener un descalce de plazos de máximo 12 meses. Si bien existe cartera cuyo plazo al vencimiento supera al de los títulos en más de este valor, el cálculo del nivel de sobrecolateral realizado por la fiduciaria para definir si existe exceso o no de cobertura debe considerar, de acuerdo a la escritura del Fideicomiso, únicamente el monto de capital de los créditos que de acuerdo a su tabla de amortización debe pagarse hasta un máximo de 12 meses después del plazo de vencimiento de las obligaciones con los inversionistas.

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 principales plazas en la economía del País.

Por último, la calidad de la cartera se mantiene a la fecha de corte influida por las recompras de cartera vencida más de tres cuotas por parte del Originador. Únicamente el 0.4% tiene 2 cuotas vencidas, y no existen créditos en mora más de 2 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 y 2016 llegaron a USD 142 millones y 118 millones, respectivamente. Con corte noviembre-2017, sus ventas ascienden a USD 123 MM. Actualmente tiene presencia, ya sea con oficinas principales, agencias y/o talleres, en las siguientes ciudades: Cuenca, Quito, Guayaquil, Machala, Loja, Riobamba, Azogues, Ambato y Macas.

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 y Riobamba, con ventas directas en esta línea que entre enero y noviembre de 2017 alcanzan USD 34.6 millones. Esta línea muestra una recuperación de 43% frente a noviembre-2016 gracias al mayor dinamismo que ha presentado la industria automotriz ecuatoriana en el 2017. Adicionalmente mantiene acuerdos comerciales con Casabaca y otras dos empresas para venta del inventario que requieren, que en el primer semestre del 2017 llegan a USD 16.5 millones.

Toyocosta mantiene seis locales ubicados en la provincia del Guayas, Quevedo y 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, y una agencia en Santo Domingo.

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.

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 4.1 millones, y administra activos de terceros por cerca de 1,752 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.

Entorno Económico y Sector Automotriz

En cuanto a la economía ecuatoriana para el 2017 la última estimación del Banco Central es de una recuperación económica del orden de 1.5% en términos constantes, sustentada especialmente en un mayor precio del petróleo y mayores exportaciones, en parte por los efectos del acuerdo de comercio firmado con la Unión Europea. Por otro lado, el consumo de los hogares crecería en términos constantes en 4.1%.

A nivel internacional no existe un consenso respecto al crecimiento económico proyectado del país. Mientras que la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) estima un crecimiento de 0.71%, las últimas estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI) son de un crecimiento de 0.2%, seguido de un modesto 0.6% para 2018. El resultado definitivo dependerá de la capacidad que tenga el Gobierno de conseguir mayor financiamiento externo que cubra sus requerimientos de liquidez.

Desde el año 2012 el sector automotriz se encuentra fuertemente regulado debido al interés del Gobierno de reducir las importaciones. Los controles implementados incluyen nuevas normas técnicas que aumentan el costo de los vehículos, mayores impuestos y cupos de importación.

Esto, sumado a un menor crecimiento macroeconómico, explica la contracción de las ventas (en unidades) del mercado automotriz ecuatoriano en 21.8% en 2016. Lo anterior implica que en dicho año se vendieron 17,754 unidades menos que en 2015 (81,309 unidades vendidas en 2015). Sin embargo, la caída fue inferior a las expectativas de la AEADE, que esperaba una reducción de ventas de 21,000 vehículos¹. Esta situación se revirtió por la expansión de los créditos de consumo y la concesión de un cupo adicional de USD 50 MM para la importación de vehículos en el último trimestre del año.

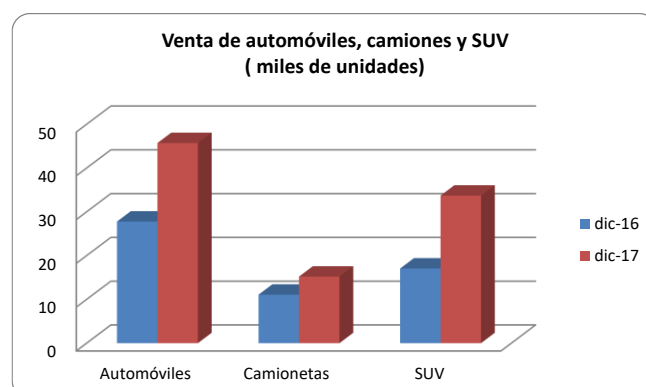
En el 2017, el sector automotor ecuatoriano mostró un mayor dinamismo debido al Acuerdo Comercial con la Unión Europea, la eliminación del sistema de cupos establecida en la Resolución 50 de Comex y el hecho de que el Impuesto al Valor Agregado (IVA) volvió al 12% a partir de junio-2017.

Según datos oficiales de la AEADE con corte diciembre 2017, se han comercializado 105,077 unidades (63,555 unidades vendidas en 2016), equivalente a un crecimiento del 65.3%.

La industria del mercado automotor que nos compete en este análisis es la del subsector de vehículos livianos (automóviles, camionetas y SUV). Como se puede apreciar en el gráfico 1, en 2016 este subsector sufrió una menor contracción que el mercado automotor en general, con un decrecimiento del 16.7%.

Con corte diciembre-2017 según información de la AEADE, las ventas en el segmento de livianos evidencian una recuperación superior a la de la industria automotriz con un crecimiento del 69.3%, influenciado principalmente por el segmento de automóviles y SUVs.

Grafico 2

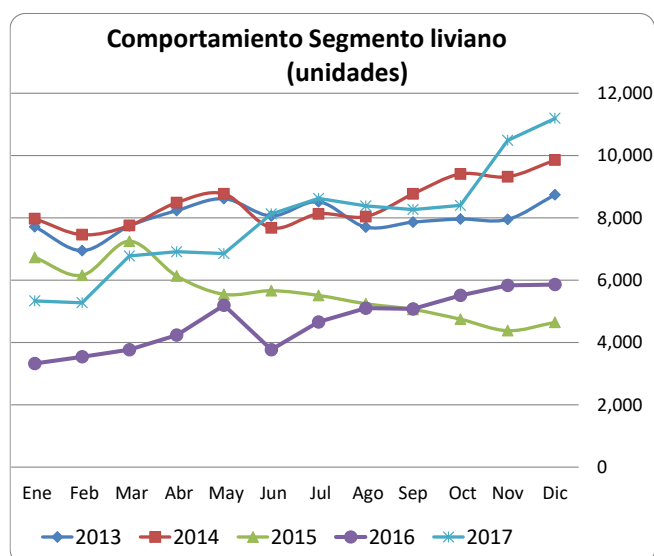


Fuente: AEADE
Elaboración BWR

A continuación, se puede evidenciar el comportamiento que ha tenido el subsector de vehículos livianos desde el año 2013 tomando en cuenta las ventas de enero a diciembre de cada año y el repunte en ventas del 2017 mencionado en párrafos anteriores.

¹<http://www.eluniverso.com/noticias/2015/10/07/nota/5171534/21000-vehiculos-se-dejan-vender-crisis-economica>

Gráfico 3



Fuente: AEADE

Elaboración BWR

En abril-2017, la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera emitió una resolución que exige que la banca requiera una garantía real de al menos 150% del monto de la deuda en el caso de créditos comerciales ordinarios y consumo ordinario. Esta ley aplica para la compra de vehículos livianos de combustible fósil.

El plan económico presentado por el presidente Lenin Moreno el pasado 11 de octubre, incluyó la puesta en marcha de medidas aduaneras para la recaudación y de disuasión, para evitar el contrabando y la defraudación que afectan a los ingresos del Fisco. A través de este plan, el Servicio Nacional de Aduanas definió la aplicación de una tasa de USD 0,10 por tonelada métrica para todas las importaciones, exceptuado los productos de la canasta básica y materias primas.²

Observamos positivamente la apertura del gobierno a las Mesas de Diálogo donde ensambladores e importadores presentaron una propuesta única para fomentar la industria automotriz. Dentro de esta se incluyen temas relacionados con el desarrollo de una política de Estado con participación público-privada para fomentar las inversiones, generación de una alianza público-privada para la renovación del parque automotor (se estima que en el parque automotor existen alrededor de 51,000 camiones que ya cumplieron su vida útil)³, impulso el acceso a nuevas

tecnologías de movilidad, generación de líneas de crédito preferenciales para renovaciones y revisión de impuestos.⁴

La evolución del sector dependerá de las decisiones del Ejecutivo respecto a las importaciones y la evolución de la balanza de pagos ya que, de ser necesario, el gobierno podría aplicar más regulaciones que limiten las ventas de vehículos en el país.

² <http://www.elcomercio.com/actualidad/cobro-tasa-productos-importacion-senae.html>

³ <http://www.elcomercio.com/actualidad/empresas-automotrices-ecuador-plan-renova.html>

⁴ <http://www.aeade.net/el-sector-automotor-define-cinco-propuestas-claves-para-apoyar-el-desarrollo-productivo/>



La reproducción o distribución total o parcial de este documento está prohibida, salvo permiso escrito. La asignación y mantenimiento de las calificaciones de BANKWATCH RATINGS se realizan con base en información confiable que recibe de sus clientes y de otras fuentes que considera creíbles. BANKWATCH RATINGS lleva a cabo una evaluación razonable de la información sobre la que fundamenta su análisis de acuerdo con sus metodologías de calificación. Obtiene verificación razonable de la información de fuentes independientes en la medida en que dichas fuentes se encuentren disponibles. Dependiendo de la naturaleza del proceso de calificación y/o del emisor, la forma en que se realice la evaluación y el análisis de la información pueden variar, al igual que los requisitos de información para la calificación. Al emitir sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS confía en la labor de los expertos incluyendo auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales. No son de responsabilidad de BANKWATCH RATINGS : Las prácticas a través de las cuales se ofrecen y se colocan los valores al mercado, la naturaleza y calidad de la información pública relevante, los informes de auditoría, los acuerdos de procedimientos con terceros, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes realizados por terceros. En última instancia la institución calificada y/o el emisor son los responsables de la exactitud de la información que proporcionan a la Calificadora y al mercado en los documentos de oferta pública y otros informes.

Adicionalmente, las calificaciones por naturaleza son prospectivas por lo que incorporan hipótesis y supuestos sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o confirmó una calificación.

Los informes contienen información presentada por el cliente y analizada por BANKWATCH RATINGS, sobre la cual la Calificadora emite opiniones sin ninguna garantía. A menos que se indique lo contrario, la calificación de BANKWATCH RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de un cliente, emisor o emisión. Esta opinión se fundamenta en criterios establecidos y metodologías que BANKWATCH RATINGS evalúa y actualiza de forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de la Calificadora y ningún individuo o grupo de individuos, es particularmente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados al riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. BANKWATCH RATINGS no está comprometida en la oferta o venta de ningún valor. Todos los informes de BANKWATCH RATINGS son de autoría compartida y por lo tanto las opiniones en ellos expresadas son de responsabilidad de la Calificadora y de ningún individuo en particular. Un informe de calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información requerida para un proceso de emisión. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento, a discreción de la Calificadora por una razón justificada y de acuerdo a la norma vigente. BANKWATCH RATINGS no proporciona asesoramiento de inversión. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener un valor. Las calificaciones no implican una opinión sobre si el precio de mercado es adecuado, sobre la conveniencia de algún valor para un inversionista en particular, o sobre la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los valores. La asignación, publicación o difusión de una calificación de BANKWATCH RATINGS no constituye su consentimiento para usar su nombre sin autorización. Todos los derechos reservados. ©®. BANKWATCH RATINGS 2017.

