

Ecuador
Calificación Inicial

Fideicomiso de Titularización SECOHI

Calificación

Serie	Calificación Otorgada
A	C
B	C

DESCRIPCIÓN DE LA CALIFICACIÓN:

Categoría C: "Corresponde al patrimonio autónomo que tiene mínima 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 y Agente de Recaudo:
Segundo Eloy Corrales Cía. Ltda.

Fiduciaria y Agente Pagador:
Fiduciaria Ecuador Fiduecuador S.A., Administradora de Fondos y Fideicomisos, a través del Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores S.A. DECEVALE.

Contactos:

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

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

Fundamento de la calificación

Calificación Local: La calificación emitida es una calificación en 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.

Este criterio se fundamenta en la presión que ha ocasionado la coyuntura económica en su generación de negocios y en sus niveles de liquidez, dado su alto nivel de endeudamiento en relación con su generación operativa.

Riesgo de crédito vinculado al Originador: El Originador actúa como el agente de recaudo del derecho de cobro titularizado, por lo cual la posibilidad del Fideicomiso de recibir los flujos generados por el derecho de cobro dependerá en todo momento de la voluntad del Originador de honrar con este compromiso. En efecto, en meses anteriores la empresa incurrió en atrasos en la transferencia de los flujos, aunque cabe indicar que hasta el momento el Fideicomiso ha cumplido con sus obligaciones con los inversionistas en tiempo y forma.

Generación del derecho de cobro depende de la continuidad como negocio en marcha del Originador: La capacidad de pago del Originador se ha visto disminuida desde el año anterior, afectada por la contracción de las ventas de la empresa. La limitada generación hace que la operación dependa del refinanciamiento bancario, que es más limitado en un entorno económico complejo y de menor liquidez. Adicionalmente, la reputación de la empresa se ha visto afectada por el incumplimiento en el 2015 de una emisión de obligaciones que finalmente se refinanció para 2016. El alto endeudamiento de la empresa presiona su flexibilidad financiera.

La empresa tiene la perspectiva de que en el mediano plazo mejore la generación de ingresos por la incorporación de una nueva línea de negocios en la que ha invertido parte del capital de trabajo que actualmente mantiene la empresa; no obstante, para su ejecución se necesita también financiamiento y el proyecto implica también los riesgos e imprevistos relacionados a todo emprendimiento, por lo cual su éxito se podrá medir únicamente en el tiempo.

Cobertura mínima de flujos a ingresar al Fideicomiso: la reducción drástica de las ventas del Originador, desde el año anterior, ha presionado la cobertura que mantiene el derecho de cobro titularizado (15% de las ventas) en relación con las provisiones que debe realizar para el pago a los inversionistas, la cual se está acercando a la unidad, y mantiene una tendencia a decrecer. De ser estos insuficientes, la estructura contempla como mecanismo de garantía la fianza solidaria del Originador.

Opinión legal favorable respecto a la legalidad y forma de transferencia de los activos al patrimonio autónomo: La cesión de los derechos de cobro fideicomitados se ha producido desde la constitución del fideicomiso y seguirá produciéndose durante la vigencia del proceso de titularización, dado que se trata de derechos que se espera que existan en los términos que señalan los artículos 117 y 143 de la Ley de Mercado de Valores.



Presentación de Cuentas

Los estados financieros, documentación inherente a su negocio y el Fideicomiso, son de propiedad de la compañía Segundo Eloy Corrales e Hijos Cía. Ltda. -SECOHI- y su contenido es de responsabilidad de sus administradores. El presente análisis considera la documentación recibida del Originador y la Fiduciaria, que se detalla a continuación:

- Contrato de Fideicomiso, reformas al contrato de constitución y demás documentos legales pertinentes.
- Informe de estructuración financiera.
- Información sobre el comportamiento histórico del derecho de cobro.
- Estados financieros del Fideicomiso Mercantil de la Titularización SECOHI del 2015, auditado por Moore Stephens, quien emite una opinión calificada sobre la razonable presentación bajo normas NIIF. Por la falta de confirmación sobre las cuentas por cobrar y por pagar a dic-2015, que el constituyente mantiene con el Fideicomiso.
- Estados financieros no auditados del Fideicomiso Mercantil SECOHI a mayo-2016, e información adicional presentada sobre la evolución de la generación y recaudación del derecho de cobro titularizado, y las distintas contrapartes de este proceso a esa fecha.
- Estados Financieros de SECOHI, a diciembre-2015, auditados por AUDITSOLUTIONS SOLUCIONES DE AUDITORIA INTEGRAL CCIA. LTDA. - ABALT Auditores y Consultores-, quien emite opinión calificada sobre su razonable presentación bajo normas NIIF. La opinión se basa en que la Compañía no tenía una valoración sobre las contingencias que podría tener por el incumplimiento del último pago de capital e intereses de la Emisión de Obligaciones que debía realizarse en sep-2015. Se debe mencionar que el saldo pendiente de esta obligación fue refinanciada en la Asamblea de inversionistas reunida en enero 2016 en 4 pagos a realizarse hasta dic-2016.
- Adicionalmente, la opinión indica que la Compañía se encontraba analizando los efectos y la valoración de la cartera de cuentas por cobrar no relacionadas. Posteriormente, la empresa mantiene una recuperación lenta de la cartera con rangos de mora mayores a sus históricos, pero no ha contabilizado pérdidas importantes hasta el momento.
- En un párrafo de énfasis la auditora indica la coyuntura macro económica que afecta la operación de la Compañía frente a lo cual la Administración adopta las medidas necesarias

para la continuidad de la operación rentable de la Empresa.

- Estados Financieros de SECOHI, de los períodos anuales 2013 y 2014, auditados por DBO ECUADOR, quien emitió una opinión con salvedades sobre su razonable presentación bajo normas NIIF.
- Estados Financieros directos de SECOHI, con corte a mayo-2016.

CARACTERÍSTICAS Y EVOLUCIÓN DE LA EMISIÓN

La Superintendencia de Compañías Valores y Seguros autorizó el proceso de emisión de la Titularización de Flujos SECOHI CIA LTDA el 10 de diciembre de 2013, con la Resolución No. Q.IMV.2013.06020, por la suma de USD 2.5 MM, el proceso fue inscrito en el Registro de Mercado de Valores el 13 de diciembre de 2013. El plazo de la oferta pública venció el 10 de septiembre de 2014.

La Fiduciaria a cargo del proceso es PLUSVALORES Casa de Valores S.A., que colocó los títulos de la Clase A por USD 1MM el 20 de diciembre de 2013, y la Clase B por USD 1.5MM, el 13 de febrero de 2014.

Los recursos de la Titularización fueron utilizados para complementar el capital de trabajo de la empresa.

El siguiente cuadro se presenta las principales características de la Titularización de Flujos de SECOHI a mayo-2016:

Titularización SECOHI	Clase A	Clase B
Originador	SEGUNDO ELOY CORRALES E HIJOS CIA. LTDA.	
Activo Titularizado	Derecho de cobro de los Flujos Futuros determinables del Originador	
Monto autorizado (USD)	USD 1 millón	USD 1.5 millones
Saldo Insoluto (USD)	571.429	1.031.250
Fecha de Emisión	20-dic.-13	20-dic.-13
Plazo de la emisión	1461 días	1826 días
Fecha de Vencimiento	20-dic.-17	20-dic.-18
Período de Gracia Pago Capital	360 días desde emisión	360 días desde emisión
Pago de Capital	semestral	trimestral
Pago de Interés	semestral	trimestral
Tasa Fija	8,75%	9,00%
Macanismos de Garantía	Exceso de Flujo de Fondos y Fianza Solidaria	
Autoriz. Superint. de Compañías	Q.IMV.2013.06020 - 10 de diciembre de 2013	
Agente de manejo y Agente de Pago	Fiduecuador S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos	
Agente Recaudador	SECOHI CIA. LTDA.	

A mayo-2016 se ha pagado 3 dividendos de capital y 4 de interés de la Clase A y 5 dividendos de capital y 9 de interés de la Clase B, que suman un total de capital redimido de USD 897.321,



quedando un saldo insoluto total de USD 1.602.679.

Para calcular los intereses a pagar a los inversionistas, y los plazos de los dividendos, se considera la forma 360/360, que corresponde a años de 360 días, de 12 meses, con duración de 30 días cada mes.

El repago del Fideicomiso de Titularización de Flujos de SECOHI provendrá del derecho de cobro titularizado, el cual se explica en los siguientes párrafos del presente informe y de ser insuficiente con los mecanismos de garantía existentes, que incluyen la fianza solidaria del Originador.

Si bien se ha cancelado los dividendos correspondientes a los inversionistas, desde el año anterior el Originador ha incurrido en atrasos en las transferencias de flujos al Fideicomiso de Titularización, desde el año anterior y que se mantienen también en algunos meses en este año, debido a la disminución de las ventas y a la lenta recuperación de las cuentas por cobrar.

Fondos Disponibles e Inversiones

El Fideicomiso mantiene a mayo-2016 fondos disponibles por USD 5.26M y además certificados de inversión de corto plazo por 357.5M que cubren el próximo dividendo de las dos clases (USD 284.81M).

La liquidez del fideicomiso se encuentra principalmente en inversiones temporales y se concentra en Ifís de bajo riesgo de crédito local de acuerdo con lo establecido en la escritura del Fideicomiso. Los certificados tienen vencimientos anteriores a los plazos de pago de los dividendos de intereses y de capital de las dos clases de la titularización.

A mayo 2016, las inversiones temporales del Fideicomiso (USD 357 mil) corresponden a tres certificados de depósito emitidos por Banco Internacional.

Por su parte, los fondos disponibles corresponden al Fondo Rotativo (USD 5.2M) al 31-mayo-2016 no se observa exceso de flujos a devolver al Originador. Estos se encuentran en una cuenta corriente del mismo banco.

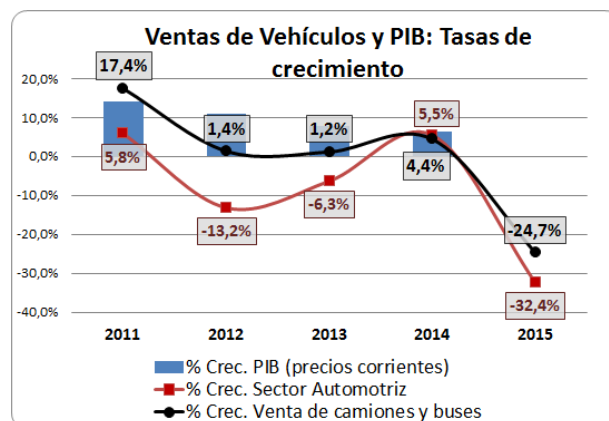
Es importante mencionar que Banco Internacional mantiene una calificación global de riesgo en escala local de AAA-, otorgada por BankWatch Ratings, por lo cual el riesgo de contraparte es bajo.

■ ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA

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 encarecen los vehículos y dificultan el proceso, mayores impuestos y cupos de importación.

En estos últimos dos años un entorno macro económico, con menor crecimiento y con presiones de liquidez, explica la contracción de las ventas (en unidades) del mercado automotriz ecuatoriano en 32.4% en 2015. Lo anterior implica que en el año 2015 se vendieron 81.14M unidades es decir 38.95M unidades menos que en 2014 (120.26 M unidades).

Gráfico 1



Fuente: BCE y AEADE

Elaboración: BWR

Según información de la AEADE se espera que para finales del 2016 se dejen de percibir unos 313 millones de dólares debido a la reducción de la venta de 21.000 vehículos¹. Por lo anterior se prevé que para finales de este año se hayan vendido aproximadamente 61.26 M unidades, registrando una disminución de 24.5% anual.

Además de las regulaciones y por efecto de la coyuntura macroeconómica actual, existe una menor liquidez en la economía que ha implicado una reducción de los créditos de consumo, lo que afecta directamente a la demanda de vehículos.

1

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



La venta de vehículos atraviesa una coyuntura especialmente difícil en este año.

Durante los cinco primeros meses de este año se comercializaron 23.157 automotores importados y de fabricación nacional, es decir, un 42% menos que en el mismo período del 2015, según datos de la Cámara de la Industria Automotriz Ecuatoriana. En el 2015 hubo una contracción por los cupos de importación. Y actualmente el problema radica fundamentalmente en la demanda por la falta de financiamiento que afronta el sector debido a la contracción de la liquidez en el sistema financiero.

La industria del mercado automotor y la que nos interesa en este análisis es la del subsector de buses y camiones, como se puede apreciar en el gráfico 1, también ha sufrido contracción pero en menor proporción que el mercado automotor en general.

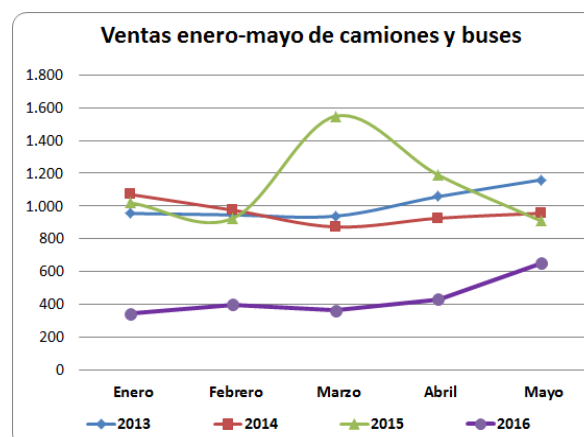
En primer lugar, el comportamiento de las ventas de los buses se afectó en menor medida por la política de renovación del parque nacional de buses, incentivada por el Gobierno, estos no están afectados por las salvaguardias arancelarias

Por su lado, las ventas de camiones se vieron menos afectadas en el 2015 que las del total de vehículos, ya que este segmento no está restringido por cupos de importación. Además estos vehículos son herramientas de trabajo y por tanto su demanda tiene prioridad frente a los automóviles en general.

No obstante a mayo-2016 y según información de la AEADE las ventas en el segmento de pesados (Camiones y Buses) al mes de Mayo evidencia una caída del -61% en relación con el mismo período del año 2015, año en que la demanda se creció aceleradamente, pero si comparamos con el mismo período del año 2015 la reducción de ventas es de 54.5%.

A continuación se puede evidenciar el comportamiento que ha tenido el subsector de camiones y buses desde el año 2013 tomando en cuenta las ventas de enero a mayo de cada año.

Gráfico 2



Fuente: AEADE

Elaboración BWR

Este segmento es muy competitivo por lo que algunas marcas, asumieron el incremento de costos por el incremento de aranceles, o retrasaron su traslado a los clientes, para proteger los volúmenes de ventas en un mercado que es altamente competitivo. Sin embargo existe incertidumbre en cuanto a las decisiones de las marcas en el caso de que las sobretasas se mantengan.

Otro de los riesgos que enfrenta el mercado en el que se desenvuelve SECOHI Cía. Ltda., es la apreciación del dólar frente al euro, moneda en la que se realiza la mayor parte de importaciones de la empresa.

A futuro esperamos que el sector continúe presionado por regulaciones que limiten las ventas de vehículos importados y afectan también la importación de repuestos y de partes y piezas que comercializa la empresa. Situación que podría modificarse en función de los acuerdos de comercio que logren concretarse, y de la evolución de la balanza de pagos.

ANÁLISIS DE LA ESTRUCTURA

Estructura Legal y prelación sobre los flujos titularizados.

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

La cesión de los DERECHOS DE COBRO se ha producido desde la constitución del fideicomiso y seguirá produciéndose durante la vigencia del proceso de titularización, dado que se trata de derechos que se espera que existan en los términos que señalan los artículos 117 y 143 de la Ley de Mercado de Valores.



En este momento y sin necesidad de que se cumpla ningún requisito, acto o formalidad adicional, el dominio sobre el derecho de cobro seleccionado será única y exclusivamente del Fideicomiso, y por ende será el Fideicomiso el único que tendrá derecho a percibir los flujos provenientes de la recaudación del derecho de cobro seleccionado.

La capacidad de pago del Fideicomiso se encuentra directamente vinculada con la permanencia del Originador como negocio en marcha, y adicionalmente, debido a que el originador cumple con la funciones de agente de recaudo dentro de la presente titularización, también dependerá de su voluntad de honrar su compromiso de traspasar los flujos al fideicomiso de propósito exclusivo. Además, el Originador es garante solidario de la titularización, y deberá responder por las obligaciones del Fideicomiso, en caso de que los flujos recaudados no sean suficientes para el pago de los pasivos con los inversionistas.

El agente de recaudo está obligado a depositar hasta el 25 de cada mes el 15% de los flujos recaudados correspondientes a las ventas de repuestos, llantas y servicios, del mes antepasado, directamente en las cuentas corrientes del Fideicomiso. La fiduciaria debe recibir del originador los flujos aportados y a partir de las fechas en las que los reciba, destinar los mismos de acuerdo al siguiente orden de prelación:

1. Retener USD 25.000 mensuales durante los primeros 6 meses desde la fecha de emisión, a partir del séptimo mes hasta el mes 50 la cantidad de USD 62.500 mensuales, y a partir del mes 51 hasta la total cancelación de los valores colocados USD 27.000, con estos valores se formará una provisión que será acumulada en las cuentas del Fideicomiso con el fin de destinarla al pago de los dividendos presentes y futuros en las fechas de vencimiento. Si en un algún mes no se pudiera realizar la provisión total, el saldo faltante deberá ser completado en el siguiente mes en forma adicional al monto correspondiente a ese mes.
2. Retener la suma que sea necesaria para completar o reponer, de ser el caso, el Depósito en Garantía de USD 85 mil.
3. Retener los valores correspondientes para cubrir costos y gastos del fideicomiso. Realizar la provisión del valor a pagar a terceros distintos de los Inversionistas.
4. Restituir al originador la parte proporcional de los flujos entregados por el recaudador al Fideicomiso que no correspondan a los flujos titularizados, dentro del plazo máximo de un

día laborable a contarse a partir de la recepción de tales flujos por parte del Fideicomiso.

5. Pagar a su vencimiento, a través del Agente Pagador y conforme se vayan venciendo, los dividendos de los valores.

En la escritura de constitución del Fideicomiso, el originador declara bajo juramento y se obliga, según corresponda a lo siguiente:

1. Que, es legalmente capaz y está facultado por su Junta General Extraordinaria Universal de Socios para celebrar este instrumento y para cumplir las obligaciones derivadas del mismo, conforme se desprende del acta de la Junta celebrada el 4 de julio del 2013.
2. Que el derecho de cobro y los recursos en efectivo aportados y que se aporten a futuro al Fideicomiso se encuentran y se encontrarán libres de todo tipo de gravamen, prohibición de enajenar, limitación de dominio o posesión. También declara que no existe, ni existirá impedimento alguno para transferirlo al Fideicomiso, en los términos y condiciones estipulados en el contrato de constitución del Fideicomiso.
3. Que no existe, ni existirá impedimento ni limitación alguna para transferir los recursos en efectivo y el derecho de cobro al fideicomiso.
4. Que el derecho de cobro y los recursos en efectivo aportados y que aporten a futuro al Fideicomiso tienen y tendrán siempre un origen lícito y legítimo, y en especial no provienen ni provendrán de ninguna conducta tipificada por la Ley para reprimir el lavado de activos o por actividades relacionadas con el cultivo, fabricación, almacenamiento, transporte o tráfico ilícito de sustancias estupefacientes o psicotrópicas o cualquier otra actividad ilegal o ilícita, tipificada en la Ley de Prevención, detección y Erradicación del delito de Lavado de activos y del Financiamiento del terrorismo.
5. Que la constitución del Fideicomiso tiene un origen lícito y una causa lícita, y que el Originador no tiene intención de irrogar perjuicios a terceros con esta constitución.
6. Que la información legal y financiera presentada y que a futuro se presente a la Fiduciaria, a los asesores y consultores contratados para el desarrollo de la titularización, a la Superintendencia de Compañías, a las bolsas de valores, a las casas de valores, a la calificadora de riesgos, a los inversionistas y al público en general, es veraz y refleja la realidad financiera de las operaciones del Originador.



Derecho de cobro titularizado

El derecho de cobro que el Originador transfiere al presente fideicomiso consiste el 15% del Derecho de Cobro de los flujos futuros de fondos determinables del Originador, provenientes de la totalidad de las ventas de repuestos, llantas y servicios. El porcentaje de derecho de cobro transferido se refiere a los flujos de las ventas del mes inmediato antepasado. Estos flujos constan en el informe de estructuración financiera y en la oferta pública de la titularización.

Mecanismos de Garantía

En el contrato del Fideicomiso se especifican dos **mecanismos de garantía**: el *exceso de flujo de fondos* y la *fianza solidaria*.

El *exceso de flujo de fondos* consiste en que los flujos que se generen por la cobranza del derecho de cobro titularizado son superiores a los derechos reconocidos a favor de los inversionistas, en virtud de los valores emitidos. Según el escenario pesimista proyectado en la estructuración inicial este el flujo esperado era de USD 10.155M y el pago de dividendos USD 3.141M por lo que existía un exceso de flujos de alrededor de USD 7MM, este exceso de flujos representa 1.65 el pago de dividendos.

La escritura del Fideicomiso dispone que, como parte de este mecanismo de garantía se conforme el *Depósito de Garantía*, que podrá ser utilizado para el pago de los inversionistas, en caso de insuficiencia de fondos para el pago de los pasivos con inversionistas. Dicho Depósito de Garantía podrá estar constituido por dinero en efectivo o una garantía bancaria incondicional y de cobro inmediato, este depósito en Garantía debe mantener una cobertura de por lo menos 9 veces el índice de desviación promedio ponderado de los flujos comprometidos mensuales. Este depósito se determinó en USD 85000, que se mantiene fijo durante la vigencia de la titularización hasta la cancelación de las dos clases emitidas.

A la fecha de corte el fideicomiso cuenta con una garantía bancaria en Banco Internacional por el monto indicado anteriormente y con un plazo de validez de 75 días, plazo que vence el 13 junio 2016. La garantía ha sido renovada desde la constitución del Fideicomiso y la Fiduciaria ha informado que esta fue renovada nuevamente por el mismo monto hasta el 14 de septiembre de 2016 (fecha de vencimiento de los dividendos de la Clase B).

La garantía bancaria podrá ser ejecutada por el Fideicomiso si SECOHI no la hubiese renovado

luego de 7 días calendario desde su vencimiento. En caso de que el Depósito en Garantía sea utilizado durante el plazo, el mismo deberá ser repuesto o reconstituido con cargo a los valores producto de la colocación de los valores o con cargo a los flujos titularizados, o de cualquier otro recurso a ser restituido a SECOHI. Hasta el momento este mecanismo de garantía no ha sido utilizado porque las provisiones de flujos realizadas han sido suficientes para el pago a los inversionistas.

Con respecto al segundo mecanismo de garantía, el Originador se constituye en fiador solidario del Fideicomiso para el pago de los pasivos con inversionistas. Esta fianza se mantendrá vigente hasta el pago total de los pasivos con inversionistas.

Posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del Originador, en el caso de quiebra o liquidación

Fecha de corte	may-16
Activo Líquido (USD M)	89
Activo Ajustado (USD M)	15.575
Activo Total (USD M)	15.597

Prelación	Descripción	Pasivo + conting. (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activos Líquidos (veces)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	1.172	1.172	0,08	13,29
2da	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	991	2.163	0,04	7,20
3era	Deuda sin garantía específica de balance**	5.163	7.326	0,01	2,13
TOTAL		7.326	7.326	0,01	2,13

*En la primera prelación se incluyen contingentes tributarios.

** En la tercera prelación se incluye deuda garantizada de terceros relacionados.

El cuadro anterior detalla los pasivos que tendrían prelación en un escenario de liquidación, respecto de las deudas de SECOHI Cía. Ltda., con datos a may-2016. Para el cálculo de los activos ajustados se parte del valor en libros de los activos totales, y se restan principalmente cuentas por cobrar no comerciales a relacionadas (USD 22M), a may-2016 la compañía no tiene inversiones en acciones en otras empresas, ni activos diferidos y activos intangibles.

En un escenario de liquidación del Originador, los inversionistas de este proceso de titularización de flujos se encontrarían en el mismo nivel de prelación que los demás pasivos sin garantía específica de la empresa.



▪ ANÁLISIS DEL ORIGINADOR

Riesgo de Crédito del Originador

La calificación de esta titularización se encuentra vinculada directamente al riesgo de crédito del Originador, porque los flujos futuros que pagarán las obligaciones del Fideicomiso dependen de la continuidad de las ventas de SECOHI Cía Ltda., y del traspaso de su recaudación al Fideicomiso por parte del mismo Originador, quien es además el recaudador del derecho de cobro titularizado.

La capacidad de pago del Originador se ha visto disminuida desde el año anterior, afectada por la disminución de las ventas de la empresa, situación que se mantiene hasta el presente, y que obedece a varios factores algunos de los cuales son de mediano plazo, y que influyen también en la recuperación lenta de la cartera de clientes.

La empresa SECOHI tiene su principal nicho de negocios en la importación y comercialización de repuestos de vehículos principalmente de buses y camiones de las marcas europeas como Mercedes Benz, Ford, Volvo, Scania, Volkswagen, entre otras, y tiene la representación para Ecuador de la Motores MWM. Una segunda línea de negocios son los neumáticos de la marca Goodyear, y una tercera la de talleres de servicio técnico y mantenimiento.

En la actualidad mantiene 12 puntos de distribución en Quito, Cuenca Latacunga, Ambato, Machala, Santo Domingo, Ibarra, y Guayaquil; y tres de servicio técnico y mantenimiento multimarca, en las ciudades de Quito, Latacunga y Cuenca.

Adicionalmente, SECOHI está desarrollando un proyecto en alianza estratégica con una fábrica de carrocerías para la fabricación de buses en el país, con la importación de los principales componentes que representan alrededor de 35% del total de partes y piezas del vehículo, con marcas de alta calidad. Este proyecto ha iniciado ya hace tres años y está en su fase final para el inicio de la fabricación. Los buses producidos tendrían una ventaja comparativa de precios con los existentes en el mercado y con una calidad técnica garantizada por las marcas de los motores importados y la asesoría internacional que reciben de las casas fabricantes del exterior. Al momento SECOHI estima que tiene alrededor del 30% de sus inventarios disponibles son para este proyecto que según su planificación debería iniciar su fase de producción hasta finales de este año.

El proyecto tiene una proyección positiva para su desarrollo, ya que tendrían compromisos de compra-venta, y la fabricación se iniciaría luego

del compromiso de venta de las unidades, con una cuota inicial. No obstante, consideramos que constituye también una presión adicional al financiamiento de la empresa y conlleva un riesgo asociado a todo nuevo emprendimiento.

La actividad de la empresa creció sostenidamente a la par que la tendencia de la economía en general y particularmente del sector de la construcción, tanto pública como privada, que tiene una estrecha relación integral con el sector del transporte. No obstante, desde el año anterior ha sufrido una fuerte contracción derivada de la situación macroeconómica, la demanda del sector ha disminuido y por tanto se han retrasado los planes de renovación de las unidades o de reparaciones no emergentes, a lo que se suma el retraso en los pagos de los proveedores del Estado entre los que está el sector transportista, lo que provocado también incumplimientos de estos clientes con sus propios proveedores.

La coyuntura económica está representando un fuerte desafío para la empresa que enfrenta una fuerte presión de liquidez por la reducción en la generación de ingresos, lo que está afectando su capacidad de pago.

Si bien mantiene un bajo nivel de deuda en relación con su patrimonio tangible (0.89), y su capitalización es de 0.35:1, su nivel de deuda financiera es alto en relación con su generación, representa 7.31:1 en relación con el EBITDA según las cifras de mayo 2016.

Dado que el entorno económico esperado no es positivo, y continuará afectando el desempeño del sector, la empresa prevé que hasta fin de año las ventas disminuirán en 24.7% en relación con dic-2015, no se esperaría tampoco una recuperación de los flujos generados. Las ventas de la empresa mantienen ya tres años con una tendencia a reducirse que se ha profundizado paulatinamente.

Paralelamente, si bien mantiene márgenes brutos adecuados, la empresa sustenta una estructura operativa pesada en relación con su generación, los gastos operacionales absorben en promedio el 28.25% de los ingresos por ventas, en los últimos tres años. Esta carga operacional revela una menor eficiencia en relación con sus pares del mismo sector de negocios.

La disminución de los ingresos por ventas presiona el resultado operativo de la empresa. Si bien se observa una disminución en los gastos operativos, esta se da en una menor proporción que las ventas, por lo que absorben una mayor proporción de las mismas; el gasto operacional a may-2016 absorbió el 33.4% de los ingresos por ventas del período.



El Originador ha presentado un margen operacional EBITDA de alrededor de 8.3% en los últimos años, estos no han sido suficientes para cubrir un costo financiero importante y el pago de impuestos, generándose un resultado final negativo en el 2015 y también a may-2016.

El EBITDA a may-2016 es de USD 252M y el resultado final de USD -74M. No se espera un mejor desarrollo de las ventas en los siguientes meses, ya que las ventas realizadas hasta mayo representan el 61% de lo esperado para finalizar el año.

De acuerdo con lo proyectado por la empresa y lo observado hasta mayo esperamos que el EBITDA² del 2016 se reduzca en 52.8% frente al año anterior, llegando a USD 391 mil. Esto se explica tanto por la reducción de las ventas como también por el peso del gasto operacional, ya que los gastos fijos no se reducen con la misma velocidad que lo hacen las ventas y por tanto su peso sube a final del año.

Por otro lado la empresa mantiene históricamente indicadores altos de endeudamiento en relación con su capacidad de generación. El promedio de la relación deuda financiera de corto plazo y EBITDA ha estado alrededor de 6.84:1 veces. A mayo este indicador es de 7.31:1, y según las proyecciones, sensibilizadas por nosotros de las estimaciones del cliente, para los siguientes dos años podrían estar en 10.1:1 a dic-2016 y 7:1 veces a dic-2017, por la reducción de la generación y la necesidad de refinanciar la mayor parte de la deuda de corto plazo, porcentajes que le dan muy poca flexibilidad financiera a la empresa.

Debido a la reducción del EBITDA, el gasto financiero alto y los impuestos presionan también el flujo de fondos operativo (FFO). No obstante en los dos últimos años y en lo que va de este año, el flujo de caja operativo (CFO) ha recibido un aporte positivo de la variación de capital de trabajo, por la disminución de inventarios y en menor medida de cuentas por cobrar, generando un flujo de caja libre que ha permitido la reducción de una parte de la deuda financiera de corto plazo.

La estructura de la deuda financiera a may-2016 concentra el 74% en el corto plazo, por lo que los indicadores de liquidez se presionan además por esta concentración.

De igual forma, las obligaciones con el mercado de valores se han transferido paulatinamente al corto plazo, según las cifras de may-2016 la última cuota de la emisión de obligaciones fue refinanciada luego de la falta de pago en tiempo y forma a sus inversionistas. El pago de los dividendos de la titularización de flujos se ha sido cumplido hasta el momento en tiempo y forma, aunque se han producido retrasos en la transferencia mensual de fondos al fideicomiso, ya que la recaudación está a cargo del emisor y no existe ningún mecanismo de independencia de flujos que aisle el riesgo de liquidez de la empresa.

A mayo 2016 la capacidad de pago de la deuda de corto plazo se presiona en relación con lo alcanzado a dic-2015, tanto por la disminución de la generación como también por la concentración de deuda en el corto plazo, el flujo de caja libre cubre el 56% de la deuda de corto plazo sin garantía de terceros, por lo que necesita refinanciar el restante 44%. Según lo esperado para fin del año este indicador alcanzaría únicamente a 29% ya que el flujo de caja libre se presionará al final del año por una menor generación de EBITDA en el segundo semestre.

La empresa atraviesa un período de riesgo alto de refinanciamiento, su capacidad de pago se ha debilitado por la caída de las ventas y un mayor financiamiento de cuentas por cobrar a clientes, a lo que se suma una coyuntura de restricciones de liquidez en el sistema financiero, por lo que las Instituciones financieras han restringido sus colocaciones y endurecido las condiciones de refinanciamiento.

El patrimonio financia el 53% de los activos y el pasivo mantiene una relación de 0.89:1 veces su patrimonio tangible³ lo que le da una posición adecuada en su cobertura patrimonial.

Para los próximos años se espera que la empresa mejore sus niveles de ventas, gracias al inicio de la operación y ventas de su proyecto de ensamblaje de buses, parte del inventario actual está explicado por las partes y piezas de este proyecto. Sin embargo, si bien las ventas generarán una recuperación de ingresos se requiere mantener un financiamiento cuyo costo continuará siendo alto en relación con su generación operativa. Si bien se produciría un

² Ingresos operativos antes de intereses, impuestos, y gastos operativos que no son flujo como depreciaciones, amortizaciones, provisiones de cuentas incobrables y de jubilación patronal.

³ Patrimonio tangible = Patrimonio – activos diferidos – activos intangibles – cuentas por cobrar relacionadas y otros activos de difícil recuperación en un escenario de liquidación.



flujo de caja libre positivo, el crecimiento de este es más lento y la reducción de deuda financiera requerirá refinanciamientos de la mayor parte de la misma.

Por otro lado, en los tres próximos años no se prevé inversiones en CAPEX; por el contrario la empresa prevé la venta de alguno de sus activos fijos y el cierre de algunos de sus locales de menor generación, no obstante la situación económica complica la factibilidad de lograr su realización efectiva, para que sirva como flujo para el cumplimiento de las obligaciones financieras en tiempo y forma.

El riesgo de refinanciamiento se mitiga parcialmente ya que 38.8% de la deuda de corto plazo corresponde a deudas con Ifi's del exterior garantizadas con fondos líquidos de los accionistas y a una deuda con accionistas; en los dos casos se espera renovar totalmente sin pagos importantes de capital. Sin considerar la deuda que tiene con respaldo de depósitos en efectivo de accionistas, el resto de la deuda financiera representa 5.97 veces el EBITDA y la capacidad de pago del resto de la deuda financiera mejora, el flujo de caja libre cubre el 75% de la deuda de corto plazo a mayo-2016 y el 40% a dic-2016.

ANÁLISIS DEL DERECHO DE COBRO TITULARIZADO

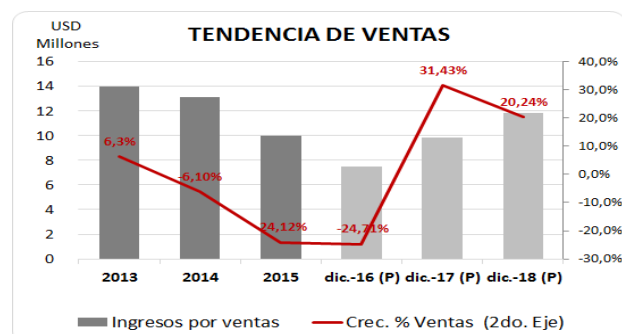
Riesgo del Derecho de cobro titularizado

Como se mencionó en párrafos anteriores, la generación de los flujos que requiere el Fideicomiso dependerá tanto de la continuidad del negocio y riesgo de crédito del Originador, como del derecho de cobro titularizado. El primero se abordó en el apartado anterior y el segundo se analiza a continuación.

El derecho de cobro transferido está constituido por el 15% del total de las ventas de SECOHI, que como analizamos en el punto anterior.

Por este motivo, se considera que la recuperación de las ventas y por tanto de la generación de flujos operativos está vinculada a la continuidad del negocio del Originador, pero también a su capacidad de pago en el corto plazo, ya que de ella depende la transferencia de fondos al fideicomiso, dada la calidad de recaudador del Originador.

Ventas y Flujos Históricos



Fuente: SECOHI. Proyección ajustada por BWR.
Elaboración: BWR.

El total de las ventas de SECOHI han sufrido una caída drástica particularmente en la línea de repuestos que constituyen el aproximadamente el 68.6% de las ventas.

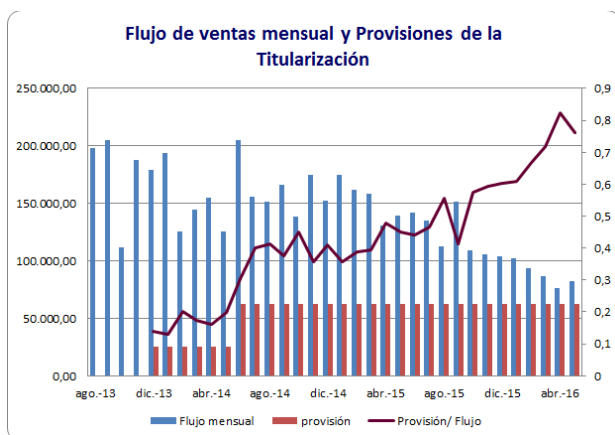
Las ventas de la empresa mostraron una caída drástica de las ventas en el período 2013 y 2015, debido a la desaceleración de la economía y particularmente del sector del transporte. Especialmente en los últimos dos años, con una tasa negativa de más de 24% anual en 2015 y la esperada para el 2016. Para el 2017 se espera una recuperación importante por las ventas para la fabricación y ensamblaje de buses, proyecto que iniciaría sus ventas ya desde finales de este año.

Las ventas de esta nueva línea de negocios de la empresa requieren aún mantener un financiamiento de corto plazo, particularmente para inventarios, pero esperan una mayor rotación de cuentas por cobrar y mejorar su recuperación.

El derecho de cobro titularizado se fortalecerá desde el siguiente año cumplirse la planificación de la empresa.

Derecho de cobro titularizado y cobertura de la emisión

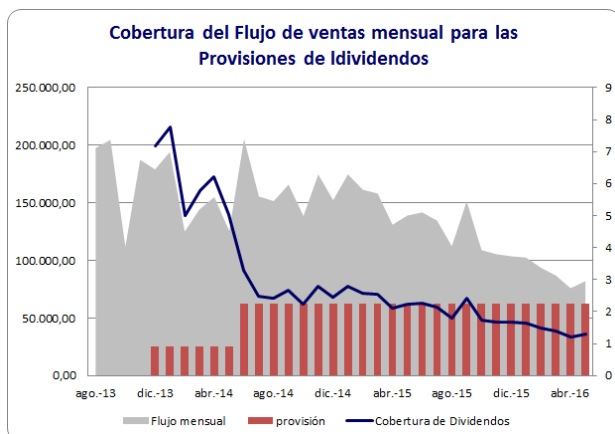
En el gráfico siguiente puede observarse la relación entre las ventas mensuales o flujo de efectivo recibido por el Fideicomiso, y las provisiones realizadas, lo cual demuestra el cumplimiento histórico del Originador y agente de recaudo sobre su obligación contractual. Pero también la reducción del exceso de flujos previsto, ya que las provisiones para la titularización representan un porcentaje creciente de las ventas de la empresa.



Fuente: SECOHI Cia. Ltda. FIDUECUADOR S.A.
Elaboración: BWR.

En el gráfico se advierte la reducción del derecho de cobro titularizado particularmente desde el año 2015 y en lo que va del año 2016. El peso de las provisiones mensuales por tanto se acrecienta drásticamente, pasando de un 20% en los primeros meses al 70% en el último semestre, por lo que la devolución de recursos al Originador es cada vez menor. Lo que evidencia paralelamente la reducción de su capacidad para cumplir en tiempo y forma con los dividendos adeudados a los inversionistas.

Lo dicho se corrobora con algunos atrasos ocurridos en la transferencia de fondos mensuales, ocurridos tanto en los últimos meses del 2015 como también en abril y mayo de este año, según las fechas de recibimiento de los flujos de ingresos reportado por la Fiduciaria.



Fuente: SECOHI Cia. Ltda. FIDUECUADOR S.A.
Elaboración: BWR.

Como se observa en este gráfico, se advierte una reducción de la cobertura de los flujos mensuales ingresados al fideicomiso para las provisiones que se debe realizar para el pago de dividendos trimestrales, que pasan de 6.1 veces en promedio en los primeros 6 meses a 1.45 veces en el último semestre analizado. Por este motivo, de seguir

disminuyendo podría ser necesario acudir a la aplicación de la fianza solidaria otorgada por el Originador para poder cumplir con sus obligaciones.

Por otro lado, el mecanismo de garantía del excedente de flujos (USD102.9M) más el depósito en garantía de USD 85.000, a mayo-2016 mantienen una cobertura de alrededor de 21.32 veces el índice de desviación calculado en la estructuración de la titularización.

El índice calculado fue de 5.89% del flujo de ingresos por ventas, que a mayo del 2016 representa USD 4.830.

Gastos del Fideicomiso

Los gastos operacionales del Fideicomiso se pagan con cargo al flujo al excedente del por devolver al originador.

Desde la constitución del Fideicomiso hasta la fecha de corte se han registrado gastos operativos por USD 40.7M, un promedio de USD 1200 mensuales.

Los gastos operativos no son materiales respecto al monto originado, ni a la cuantía de los flujos generados y esperados.

FiduEcuador S.A. (Fiduciaria)

En nuestro criterio, la Fiduciaria de la presente titularización cuenta con la capacidad y recursos técnicos necesarios para desempeñar su gestión adecuadamente. La empresa fue constituida en el año 2001 y se transformó en FiduEcuador S.A. en el año 2009. Actualmente cuenta con un equipo de expertos fiduciarios con experiencia del mercado ecuatoriano.

Los Directores Principales de la empresa cuentan con preparación académica y larga trayectoria en el sector financiero y de capitales, lo cual se considera positivo.

Por otro lado, tanto el Gerente General como la plana ejecutiva está conformada por profesionales con conocimiento y experiencia en las labores que desempeñan, y trabajan varios años en la institución.

Posicionamiento del Valor en el Mercado, Presencia Bursátil, Liquidez de los Valores

El mercado ecuatoriano aún no ha alcanzado la dinámica que amerite y que permita un análisis específico del posicionamiento del valor en el mercado, ni de su presencia bursátil. En todo caso, es la calificación de riesgo la que influye en



la liquidez de los títulos en el mercado y no al contrario.

A la fecha de corte SECOHI Cía. Ltda. mantiene una emisión de obligaciones adicional a la presente titularización que se analiza en el presente estudio.

La última cuota de esta emisión no pudo ser cancelada en tiempo y forma, hasta la fecha de

vencimiento que fue en Dic-2015, por lo que en enero de este año fue refinanciada con los inversionistas con un plazo final de pago hasta dic-2016, y mantiene una calificación de “C” otorgada por Class Internacional el 28 de dic-2015, según la información de la Bolsa de Valores de Quito.



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 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 naturaliza 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 responsabilidad de BWR. En última instancia, el emisor es el 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 cómo 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 fundamenta 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 inversor 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.