

RESUMEN DEL DICTAMEN DE CALIFICACION DE RIESGO

EMISOR:	TOYOTA SERVICES DE VENEZUELA, C.A.
DESCRIPCION DE LOS TITULOS:	Obligaciones Quirografarias al portador no convertibles en acciones hasta por la cantidad de TRESCIENTOS MILLONES DE BOLÍVARES (Bs. 300.000.000,00), emisión aprobada en Asamblea de Accionistas celebrada el 26 de Septiembre de 2013.
PLAZO DE LOS TITULOS:	Hasta cinco (5) años a partir de la fecha de emisión de cada serie.
USO DE LOS FONDOS:	Los fondos se destinarán a cancelar pasivos financieros a corto y mediano plazo, contraídos con instituciones financieras domiciliadas en Venezuela.
INFORMACION ANALIZADA:	a) Estados financieros consolidados al 31 de Marzo de los años 2011, 2012 y 2013 auditados por Espiñeira, Pacheco y Asociados una firma miembro de PriceWaterhouseCoopers más un corte no auditado al 30 de Septiembre de 2013. b) Entrevistas con Ejecutivos de la empresa. c) Información sectorial.
RIESGO:	A2 <u>Categoría: "A"</u> : Corresponde a aquellos instrumentos con una buena capacidad de pago de capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no debería verse afectada ante eventuales cambios en el emisor, en el sector o área a que éste pertenece, o en la economía, sólo en casos extremos, pudiera afectarse levemente el riesgo del instrumento calificado. <u>Sub-categoría: "A2"</u> : Se trata de instrumentos con mínimo riesgo de inversión, su capacidad de pago, tanto del capital como de los intereses, es muy buena. Según la opinión del calificador, de producirse cambios predecibles en la sociedad emisora, en el sector económico a que ésta pertenece o en la marcha de la economía en general, no se incrementaría significativamente su riesgo.
PERIODICIDAD DE LA REVISION:	Ciento ochenta (180) días contados a partir del inicio de la oferta pública autorizada por la Superintendencia Nacional de Valores, o cuando SOFTline Ratings, C.A. tenga conocimiento de hechos que puedan alterar substancialmente el nivel de riesgo de los títulos valores emitidos.

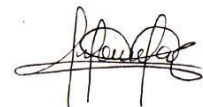


JUAN ANDRES RODRIGUEZ

Caracas, 03 de Diciembre de 2013



BEATRIZ FERNÁNDEZ R.



MA. ANTONIETA MAGALDI

N° DIC-SR-06/2013

CALIFICACION

TOYOTA SERVICES DE VENEZUELA, C.A. es una compañía creada en octubre de 2001 con el objeto de otorgar préstamos a concesionarios, personas naturales y jurídicas para facilitar la adquisición de automóviles, montacargas y otros bienes similares marca TOYOTA. El grueso de su portafolio está representado por el financiamiento de Plan Menor. Asimismo ofrecen servicios de financiamiento a concesionarios autorizados para la adquisición de vehículos TOYOTA (Plan Mayor), así como la remodelación de concesionarios autorizados, flotillas y equipos industriales. La actividad realizada por TSV está vinculada a la industria automotriz nacional, cuyo comportamiento medido en términos de producción y ventas, se ha venido desacelerando.

Revisando ahora el mercado en el cual participa directamente el emisor, el de financiamiento de vehículos, se observa que este segmento se caracteriza por una rivalidad importante, que se ha venido desarrollando en los últimos años con la participación de las instituciones bancarias y las compañías financieras de marca, las cuales financian la adquisición de vehículos con fondos propios y no con dinero proveniente de las captaciones del público como lo hacen los intermediarios financieros. TSV mantiene un 35% de participación de mercado sobre el total de ventas (y de 70% de participación sobre las ventas financiadas) realizadas a través de la red de concesionarios de la marca Toyota a nivel nacional.

Con respecto al análisis financiero del emisor, es importante destacar que dado que las cifras son ajustadas por inflación, los resultados difieren significativamente con respecto al análisis en bolívares nominales, debido a que el negocio del emisor presenta una alta proporción de activos monetarios, que en definitiva se traducen en pérdidas en períodos inflacionarios. No obstante, se observan tendencias favorables a lo largo de la serie analizada, manteniendo además una buena calidad de sus activos, con índices de morosidad de 0,08% a Mar-13 (0,17% a Mar-12) siguiendo la metodología utilizada por SUDEBAN.

La Deuda financiera de TSV a corto plazo ha seguido una tendencia hacia la baja (una reducción de 39,98% a Mar-13 y de 18,79% a Sep-13) mientras que la de largo plazo registró un incremento de 35,64%, en línea con la estrategia seguida por la compañía de mejorar su perfil de liquidez, sustituyendo deuda de corto plazo por deuda a largo plazo.

El costo de este financiamiento se ha mantenido relativamente estable, para una tasa de interés implícita de 12,31% a Mar-13 (11,64% a Sep-13).

El emisor forma parte de un grupo sólido de empresas relacionadas a operaciones financieras y de seguros, que como la mayoría de las firmas japonesas, mantiene una filosofía de planificación a largo plazo. La Gerencia afirma que el riesgo de reputación sería elevado ante la sola posibilidad de un default, por lo que se realizan controles cuidadosos de las operaciones de las empresas que conforman el grupo. Del análisis de riesgo realizado, se observó un manejo adecuado de las exposiciones identificadas, mientras que de acuerdo a los escenarios evaluados, no se mostraron volatilidades significativas que pudieran afectar sus resultados en el período de análisis 2012 – 2017.

Hechas las anteriores consideraciones, la junta calificadora asigna la subcategoría “A2” a la emisión de obligaciones quirografarias, hasta por un monto total de TRESCIENTOS MILLONES DE BOLIVARES (Bs. 300.000.000,00), autorizada por los accionistas de TOYOTA SERVICES DE VENEZUELA, C.A.

1. HECHOS RELEVANTES

Al momento de elaborar el presente informe, está en discusión en la Asamblea Nacional, un Proyecto de Ley que regula la compra y venta de vehículos nuevos y usados, nacionales e importados. En detalle el Proyecto, que contiene 33 artículos, tiene por objeto regular el precio de compra y venta para los vehículos automotores nuevos ensamblados en el país, los vehículos automotores nuevos importados y comercializados en el país, así como la compra y venta de aquellos vehículos automotores con dos años de uso en el mercado nacional desde el momento de su ensamblaje o importación vendidos bajo un control de precios sugeridos por los que se definen como comercializadoras de vehículos automotores.

Así mismo, las definiciones permiten conocer cuál es el precio de un vehículo nuevo ensamblado en el país, un vehículo importado o un vehículo usado con al menos dos años de uso desde el momento en el cual salió de la ensambladora.

De igual forma, se establece la obligatoriedad de las casas matrices y ensambladoras de establecer una cláusula mediante la cual se contemple la resolución de cualquier tipo de autorización que comprometa la venta de la

marca, en el caso de que las Comercializadoras de vehículos venda vehículos automotores por un precio mayor al precio de adquisición sugerido y se prohíben a las compañías aseguradoras asegurar los vehículos automotores nuevos o con hasta dos años de uso, por un valor mayor al precio de venta establecido por el concesionario al momento de su adquisición.

El impacto considerado por la Gerencia, se resume en los siguientes elementos:

- a) En las disposiciones transitorias hace referencia que mientras no sea emitido el reglamento que establece los precios a que deben ser vendidos los vehículos, dichos precios deben estar alineados a los que estuvieron en vigencia el 28 de Febrero de 2013. Adicionalmente, los precios de los vehículos usados deben ser calculados en base a una fórmula que resultará en un precio menor al vehículo nuevo del mismo modelo.

Esto resultará en una disminución de los precios actuales de venta de los vehículos que pudiese afectar el promedio del monto financiado y por consiguiente la velocidad de crecimiento de la cartera. Sin embargo, TSV tiene oportunidades para

implementar iniciativas dirigidas a disminuir el impacto de la disminución del promedio del monto financiado. Para Febrero de 2013, el promedio de inicial otorgados por nuestros clientes fue en promedio cercano al 49% del valor del vehículo. Al reforzar el programa de 0% inicial resultará en un aumento del monto financiado que compensa en cierta medida la disminución de precios.

- b) Aumento en controles con el fin de garantizar que los vehículos financiados cumplan con los precios máximos establecidos en la normativa. TSV reforzará los sistemas de créditos y elevará los controles con el fin de garantizar que no se financie un monto mayor al precio regulado. Esto no generará un trabajo mayor para la compañía debido a los actuales sistemas y a la habilidad de hacer las modificaciones e implementaciones de manera rápida, en caso de que la Ley sea promulgada a la brevedad.

Ahora bien, la Gerencia estima además que la ley ofrece oportunidades:

- a) Actualmente las ventas de contado están cercanas al 55% del total de las ventas. Al venderse los vehículos a través de listas de espera, existe una oportunidad de una mejor planificación de los clientes para entender y acceder a las oportunidades de financiamiento. Esto resultará en un aumento de las ventas financiadas y por consiguiente un aumento de la penetración de mercado de TSV.
- b) Los concesionarios deberán garantizar el suministro de repuestos. En este sentido, la utilización de las líneas para capital de trabajo se incrementarán.
- c) La ley específica que la comercializadora tiene 15 días para contactar al cliente más 15 días adicionales prorrogables para culminar el proceso de ventas. Esto incrementará la utilización de líneas de Plan Mayor y por consiguiente, los ingresos por estos programas.

El proyecto de Ley, fue aprobado por la Asamblea Nacional, pero no ha sido promulgada por la Presidencia de la República. Sin embargo, el mismo no representa una amenaza a la operatividad diaria de TSV. Los controles serán fortalecidos para mitigar riesgo de incumplimiento de la ley y mitigar riesgo reputacional.

Considerando estos elementos, la Calificadora estima que el impacto de esta normativa en términos de los riesgos a los que estaría expuesto el emisor sería bajo, no obstante, se realizará un seguimiento de las medidas y controles mencionados por el emisor.

2. ACTIVIDAD COMERCIAL

TOYOTA SERVICES DE VENEZUELA, C.A. (en lo adelante TSV) es una compañía creada en octubre de 2001 con el objeto de otorgar préstamos a concesionarios,

personas naturales y jurídicas para facilitar la adquisición de automóviles, montacargas y otros bienes similares marca TOYOTA.

Sus principales negocios se describen a continuación:

Financiamiento de Plan Menor: se refiere al financiamiento al detal para la compra de vehículos por parte de personas naturales y jurídicas. Los plazos para este plan oscilan entre 12 y 60 meses, con una tasa de interés calculada sobre el saldo insoluto de la cuenta.

Las tasas de interés de este producto son establecidas por el Comité de Activos y Pasivos de TSV con base a las condiciones de mercado y de acuerdo al artículo 1746 del Código Civil y a la Providencia Administrativa N° 34 del Instituto para la Defensa del Consumidor y del Usuario (INDECU) de fecha 10 de junio de 2004, publicada en la Gaceta Oficial Extraordinaria N° 5.712 de fecha 22 de junio de 2004. Estas operaciones de Financiamiento de Plan Menor involucran la constitución de reservas de dominio sobre los vehículos financiados a favor de TSV.

Financiamiento de Plan Mayor: se refiere al financiamiento a concesionarios autorizados para la adquisición de vehículos TOYOTA, que forman parte de su inventario. El plazo máximo para este plan es de 90 días, la tasa de interés es variable, establecida por el Comité de Activos y Pasivos del emisor, con base a las condiciones de mercado prevaletientes para el corto plazo y a la garantía que soporta la línea de crédito. En caso de que un Concesionario venda uno de los vehículos adquiridos mediante el Financiamiento de Plan Mayor, el Concesionario paga a TSV, en la misma la fecha de la recepción de los fondos derivados de la venta del vehículo por parte del Concesionario, el monto total del préstamo otorgado a los fines de la adquisición del vehículo vendido.

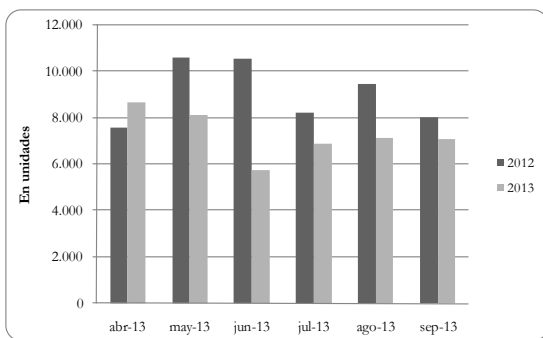
Financiamiento para remodelación de concesionarios autorizados: en este caso se otorga financiamiento para la adaptación de los concesionarios a los nuevos estándares de servicio, de acuerdo a un proyecto ya establecido, liquidándose en base a las valuaciones de la obra. El plazo de financiamiento por lo general es de uno a cinco años, aún cuando existe flexibilidad según ciertas condiciones. TSV otorga líneas de crédito a los Concesionarios en base a su condición financiera y sus ventas proyectadas. TSV exige las garantías que considera necesarias en cada caso, mientras que la evaluación de las líneas de crédito de los Concesionarios incluye una calificación con base en los estándares de TFS.

Financiamiento para Flotillas y Equipos Industriales: consiste en el financiamiento a personas jurídicas o grupos económicos para la adquisición de por lo menos 10 unidades (vehículos o montacargas TOYOTA). El plazo de financiamiento oscila entre 12 y 48 meses y como en el caso anterior, los clientes son calificados con base en los estándares de TFS.

3. ANÁLISIS DEL SECTOR

La actividad realizada por TSV está vinculada a la industria automotriz nacional, cuyo comportamiento se caracteriza por seguir un ciclo de negocio con altibajos. Para el 2013, se observa una tendencia descendente, en cuanto a los volúmenes de producción y ventas (en unidades), situación que se estima se mantenga en el futuro cercano. Como se observa en el Gráfico 1, la producción total de vehículos a Sep-13 en el país, fue cercana a las 7 mil unidades, para un volumen 12% inferior al mismo período del año anterior.

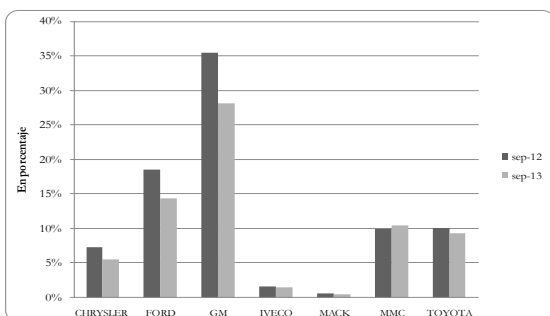
Gráfico 1: Producción total de vehículos



Fuente: CAVENEZ – Elaboración propia

Las ventas siguen la misma tendencia, habiéndose reducido en 17,14% en el período Sep12-Sep13. El mayor cambio registrado en el mercado se refiere a la reducción de la participación de General Motors de Venezuela, como consecuencia de la paralización de sus actividades debido a presiones sindicales en un 7%. Con un menor nivel de unidades producidas, GM se sigue ubicando en el primer lugar, con un share de mercado de 28% a Sep-13 (vs 35% en Sep-12). TOYOTA por su parte, se ubica con el 9% del mercado, con aproximadamente 7 mil unidades producidas a Sep-13 (la proyección para el 2013 sería de 9 mil unidades) (Ver Gráfico 2).

Gráfico 2: Evolución de la participación del mercado automotriz



Fuente: CAVENEZ – Elaboración propia

Las condiciones del mercado automotriz que se mantienen en Venezuela implican por el lado de la oferta, restricción de las importaciones, menor oferta de vehículos, restricción a acceso de divisas, mientras que por el lado del consumo, se observa una demanda insatisfecha y altos precios de los vehículos.

Revisando ahora el mercado en el cual participa directamente el emisor, el de financiamiento de vehículos, se observa que este segmento se caracteriza por una rivalidad importante, que se ha venido desarrollando en los últimos años con la participación de las instituciones bancarias y las compañías financieras de marca, las cuales financian la adquisición de vehículos con fondos propios y no con dinero proveniente de las captaciones del público como lo hacen los intermediarios financieros.

En el caso de las empresas financieras, normalmente ligadas a una marca de vehículos en particular, se observa que las mismas han captado un segmento importante del mercado, ofreciendo condiciones aún más atractivas. En este mercado de financiamiento de vehículos participa TSV, junto a GMAC DE VENEZUELA (para la marca GENERAL MOTORS).

Por su parte, las instituciones financieras representan una porción significativa en el mercado analizado, siendo los líderes a Sep-13: BANCO PROVINCIAL, BANESCO, BANCO DE VENEZUELA, BANCO MERCANTIL y BANCARIBE, los cuales acumularon el 90% del total de los créditos otorgados a dicha fecha (Ver Tabla 1).

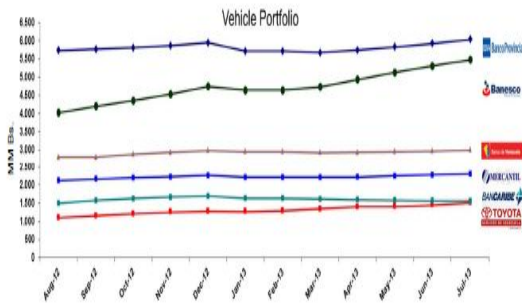
Tabla 1: Créditos para vehículos Sistema Bancario (Sep-13)

Ranking	Instituciones financieras	% al total
1	BBVA PROVINCIAL (BU)	29,63
2	BANESCO (BU)	28,01
3	VENEZUELA (BU)	14,00
4	MERCANTIL (BU)	11,09
5	BANCARIBE (BU)	7,43

Fuente: SUDEBAN – Cálculos propios

BANCO PROVINCIAL ha liderado este segmento, con una participación que a pesar de ir disminuyendo, se ha mantenido cercana al 30%. Por su parte, BANESCO ha venido subiendo en porcentajes de participación (desde 23,27% a 28%). Según las cifras suministradas por el emisor, con el portafolio que mantiene TSV a Sep-13, se ubica cercano al quinto lugar de BANCARIBE con alrededor de Bs. 1.500 millones (Ver Gráfico 3). Es de destacar que TSV mantiene un 35% de participación de mercado sobre el total de ventas (y de 70% de participación sobre las ventas financiadas) realizadas a través de la red de concesionarios de la marca Toyota a nivel nacional.

Gráfico 3: Mercado de financiamiento (Sep-13)



Fuente: TSV

5. ADMINISTRACIÓN Y PROPIEDAD

Al 30 de Septiembre de 2013, el Capital social de la Compañía ascendió a Bs. 10.709.982 nominales, conformado por 10.709.982 acciones comunes y nominativas de Bs. 1 cada una. En cifras actualizadas, el Capital social se ubicó en Bs. 137.283 millones a dicha fecha, y al corte analizado.

La Junta Directiva fue designada por un período de un año y fue designada en la Asamblea Extraordinaria celebrada el 30 de Septiembre de 2013. La misma está conformada por los siguientes Directores, cuya experiencia fue revisada por SOFTLINE RATINGS, a través de las hojas de vida suministradas por el emisor: Christopher Ballinger (CFO y Vicepresidente Senior de Toyota Motor Credit Corporation y Toyota Financial Services Americas Corporation); Kiyohisa Funasaki (Director, Vicepresidente Ejecutivo y Tesorero de TMCC y de TFSA), Toshiro Hayashi (Presidente de Toyota de Venezuela); José Alejandro Troconis (Director Administrador) y Domingo Guzmán (Director de Finanzas, Gerente de Riesgo).

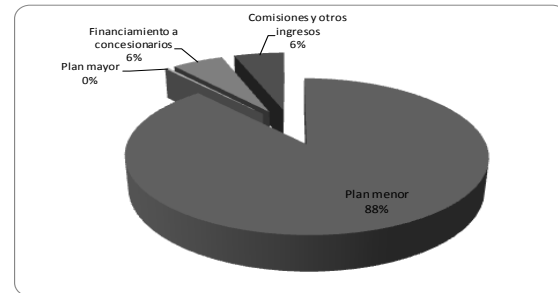
6. RESULTADO FINANCIERO

La información económico-financiera analizada para este informe está basada en los estados financieros en bolívares constantes, al cierre de su año fiscal, el 31 de Marzo de los años 2011, 2012 y 2013 auditados por Espiñeira, Pacheco y Asociados, una firma miembro de PriceWaterhouseCoopers, más un corte no auditado al 30 de Septiembre de 2013. Es importante destacar que dado que las cifras son ajustadas por inflación, los resultados financieros difieren significativamente con respecto al análisis en bolívares nominales, debido a que el negocio del emisor es de tipo financiero, con alta proporción de activos monetarios, que en definitiva se traducen en pérdidas en períodos inflacionarios.

6.1 EFICIENCIA Y RENTABILIDAD

Los Ingresos de TSV provienen básicamente de los intereses que generan los planes de financiamiento que ofrecen, los cuales en este caso, están principalmente representados por aquellos generados vía Plan menor, que al corte de Sep-13 abarcó aproximadamente el 90% del total de la cartera activa (Ver Gráfico 4).

Gráfico 4: Distribución de los Ingresos

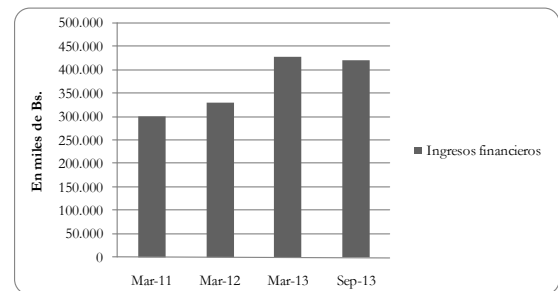


Fuente: TSV – Elaboración propia

La tendencia de los ingresos del emisor es positiva a Mar-13, cuando registró un crecimiento de 29,44% (Ver Gráfico 5), explicado por el incremento de la cartera a través de nuevos contratos firmados, así como el efecto del otorgamiento de líneas de crédito a nuevos concesionarios y al efecto del ajuste por inflación.

El Resultado financiero por su parte, registró un crecimiento de 38,31% a Mar-13 (5,2% a Mar-11) para mantener un aumento promedio de 16,61% en la serie analizada. El mayor efecto sobre este monto proviene del comportamiento de la cuenta de Gastos por Intereses financieros netos, los cuales presentan una desaceleración en la serie analizada, principalmente por la disminución del costo de fondo como resultado de las emisiones de Obligaciones quirografarias y la negociación de nuevos préstamos.

Gráfico 5: Tendencia de los Ingresos de TSV



Fuente: TSV – Elaboración propia

Esta calificación no implica recomendación para comprar, vender o mantener un título valor, ni implica una garantía de pago del título, sino una valuación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente

La relación de Gastos operativos sobre Ingresos se ha mantenido estable (en aproximadamente 24%), lo que aunado a la implementación de una estrategia de optimización del tamaño de la compañía, ha permitido una estructura más eficiente, con mejora en sus márgenes operativo y neto al cierre de Mar-13 y al corte analizado. La rentabilidad de la compañía sin embargo se sigue viendo afectada con índices ROA y ROE bajos, explicados básicamente por el efecto del ajuste por inflación.

Tabla 2: Índices de rentabilidad

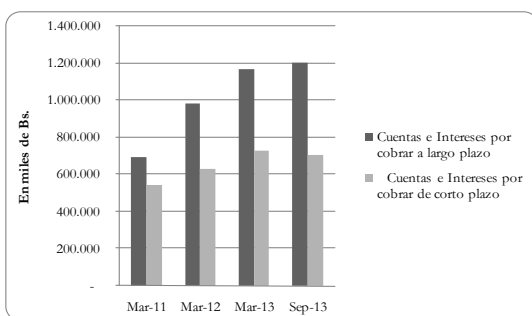
	Mar-11	Mar-12	Mar-13	Sep-13
ROA	1,94%	1,52%	1,71%	-0,16%
ROE	16,71%	14,57%	16,23%	-1,43%

Fuente: TSV – Elaboración propia

6.2 CALIDAD DE ACTIVOS

Los Activos más importantes del emisor son las Cuentas e intereses por cobrar a corto y largo plazo, que corresponden a cerca del 90% del Activo total, habiéndose mantenido estable en el período de análisis. Al detallar este monto, se observa que la mayoría de los vencimientos son mayores a un año, concentrados en Cuentas e intereses por cobrar a largo plazo, que representaron el 53,99% del Activo total a Mar-13 (y 55,69% a Sep-13) (Ver Gráfico 6). El aumento de estas cuentas e intereses por cobrar, corresponden a los nuevos contratos firmados durante el año y al aumento del monto promedio financiado.

Gráfico 6: Cuentas e intereses por cobrar



Fuente: TSV – Elaboración propia

De acuerdo a la política del emisor, se considera una cuenta como morosa, cuando existe un retraso superior a los sesenta (60) días. En este momento, se activa un proceso en el que se establecen ciclos y lista de trabajo para que los representantes de la compañía lleven a cabo la gestión de cobranzas. El seguimiento se realiza diariamente, permitiendo mantener actualizado el reporte

de portafolio vencido. Es de destacar que la compañía adelanta las gestiones de cobranza para clientes identificados como de alto riesgo, situación que le ha permitido mantener bajos niveles de morosidad. Asimismo, se considera como vencido los financiamientos que se encuentran en un proceso de cobro mediante acciones legales.

Según el esquema utilizado por el emisor, el control de la morosidad se realiza en tres niveles: (1) 31-60 días, (2) 61-90 días en el que todavía se realiza un seguimiento si se quiere “extrajudicial” y (3) mayor a 90 días, donde el control es de tipo judicial. Los niveles de morosidad de la cartera se han mantenido bajos en la serie analizada, ubicándose en 0,08% a Mar-13 (0,17% a Mar-12) siguiendo la metodología utilizada por SUDEBAN. Vista por tramos tomando ahora la metodología del emisor, se muestran también niveles bajos, de 0,73% en el primer tramo de 31-60 días, de 0,15%; en el segundo nivel de 61-90 días y a más 90 días de un 0,01%. Como se observa en la Tabla 3, estos niveles bajos se mantuvieron al corte de Sep-13.

Tabla 3: Morosidad de la cartera de clientes

	Mar-11	Mar-12	Mar-13	Sep-13
Nivel 1	3,78%	2,38%	0,73%	0,71%
Nivel 2	0,78%	0,74%	0,15%	0,06%
Nivel 3	0,41%	0,13%	0,01%	0,04%

Fuente: TSV – Elaboración propia

El emisor tiene como política desincorporar de la cartera de financiamientos de vehículos y otros financiamientos a concesionarios, aquellos con un plazo de antigüedad superior a 180 días. Los montos castigados que posteriormente fueron recuperados son reconocidos en el Estado de resultados como parte de los Gastos generales y administrativos.

Asimismo, como parte de su política de administración del riesgo de la cartera, el emisor estableció una provisión específica de los intereses por cobrar de los préstamos de vehículos equivalentes al 100% de la cartera vencida por más de 90 días.

Para el 2011 TSV determinó la provisión de cuentas de cobro dudoso mediante un modelo estadístico, incorporando el sistema de puntuación de crédito, de tal forma que la cartera se agrupó y analizó por categoría de riesgo. La provisión se calcula entonces, en función de la probabilidad de incumplimiento por categoría de calificación de riesgo.

En la Tabla 4 se muestra la probabilidad de incumplimiento por rating, basada en la historia del emisor. Adicional a este modelo, el emisor registra una provisión adicional con base en la morosidad,

multiplicando cada segmento en mora por un porcentaje de provisión establecido por la experiencia de incumplimiento de cada cliente.

Tabla 4: Probabilidad de incumplimiento por categoría de riesgo

Rating	Probabilidad de incumplimiento (%)
A	0,05
B	0,20
C	0,50
D	1,00
X	2,00

Fuente: TSV

La Provisión para cartera de créditos a Mar-13 fue de 0,48% de las Cuentas e Intereses por Cobrar y 0,40% a Sep-13 (Ver Tabla 5) habiéndose reducido como consecuencia de una disminución de la morosidad, así como de la nueva metodología de análisis de riesgo de crédito implementada por el emisor, que se traduce en mejoras en el perfil de riesgo de los créditos otorgados tanto a personas, como a concesionarios.

Tabla 5: Provisiones de crédito / Cuentas por cobrar

	Mar-11	Mar-12	Mar-13	Sep-13
Provisiones / C*C	0,82%	0,48%	0,48%	0,40%

Fuente: TSV – Cálculos propios

Los porcentajes de pérdidas netas sobre la cartera total siguieron una tendencia negativa, mientras que se logró recuperar porcentajes importantes de las pérdidas registradas (177,92% a Mar-13 y 147,83% para Sep-13), situación que se evalúa como positiva a efectos del presente análisis (Ver Tabla 6).

Tabla 6: Pérdidas y recuperaciones

(En miles de Bs.)	Mar-12	Mar-13	Sep-13
Pérdidas	366.250	274.685	231.117
Recuperaciones	-301.257	-488.719	-341.660
Recuperaciones / Pérdidas	82,25%	177,92%	147,83%

Fuente: TSV – Elaboración propia

6.3 FINANCIAMIENTO

Uno de los aspectos más relevantes para el sostenimiento de la actividad del emisor se refiere a su capacidad de obtener fondos a tasas competitivas, que le permitan un margen razonable entre los préstamos de bienes marca

Toyota otorgados a concesionarios y personas naturales y jurídicas, financiados con capital propio, y aquellos provenientes de líneas de crédito obtenidos de instituciones bancarias, así como de los recursos del mercado de valores.

Como ya fue mencionado, las tasas de los préstamos otorgados por TSV están bajo regulación, de tal forma que no pueden exceder del promedio entre la tasa que mensualmente publica el BCV que otorgan los bancos destinada a la adquisición de vehículos mediante contratos de venta con reserva de dominio y bajo la modalidad de “cuota balón”, menos dos puntos porcentuales; y la tasa de interés que a partir de enero de 2004 viene informando el BCV en su página web, en el cuadro de bancos comerciales y universales, tasas de interés activas anuales nominales promedio ponderadas, según destino económico columna adquisición de vehículos, menos un punto porcentual. En ese sentido, el margen financiero del emisor se debería mantener relativamente estable.

El reto del negocio entonces ha sido mantener el margen entre la tasa de interés que puede cobrar por los créditos y el costo de su fondeo. Para ello, implementan dos criterios:

- (1) el costo del endeudamiento se ubique siempre por debajo de la tasa que pueden cobrar;
- (2) mejorar el perfil de vencimientos de la cartera y el endeudamiento. Según lo indica el emisor, el sistema bancario nacional puede ofrecer financiamiento corporativo hasta un plazo máximo de 36 meses. Esta condición ha causado un descalce en la madurez de los activos y pasivos de la empresa. Es política de TSV mantener alineados la madurez de sus activos y pasivos en cada uno de los plazos, por lo que se espera cerrar estos descalces a través de financiamiento a mediano plazo y largo plazo (hasta 60 meses) en el mercado de valores.

La Deuda financiera de TSV a corto plazo ha seguido una tendencia hacia la baja (una reducción de 39,98% a Mar-13 y de 18,79% a Sep-13) mientras que la de largo plazo registró un incremento de 35,64%, en línea con la estrategia seguida por la compañía de mejorar su perfil de liquidez, sustituyendo deuda de corto plazo por deuda a largo plazo.

El costo de este financiamiento se ha mantenido relativamente estable, para una tasa de interés implícita de 12,31% a Mar-13 (11,64% a Sep-13). De acuerdo a la distribución de este endeudamiento al cierre se observa un mayor endeudamiento bancario con respecto al mercado de valores, por lo que se considera que esta emisión contribuirá al equilibrio nuevamente (Ver Tabla 7).

Tabla 7: Indicadores de uso del financiamiento

	Mar-13
Endeudamiento bancario	59,66%
Fondos mercado de valores	40,34%

Fuente: TSV – Elaboración propia

6.4 CAPITAL

La relación Patrimonio a Activo total siguió una tendencia favorable, pasando de 10,60% en Mar-13 a 11,00% en Sep-13. Asimismo, la autonomía financiera de la empresa mejoró, toda vez que si bien el financiamiento externo sobrepasa el Patrimonio de la compañía, lo hace en niveles aceptables para una empresa de estas características (8,48x al cierre y 8,13x al corte).

En la medida que la empresa mantenga la tendencia favorable de estos indicadores patrimoniales, significará que el financiamiento a terceros que está realizando el emisor con recursos externos (préstamos bancarios y obligaciones quirografarias) está suficientemente respaldado con capital propio.

6.5 FLUJO DE EFECTIVO

El emisor utilizó efectivo por actividades operacionales para Mar-13 y Sep-13, debido principalmente al aumento de las Cuentas e Intereses por cobrar, su principal activo. Asimismo, utilizó efectivo en actividades de inversión, básicamente en adquisición de activos fijos. Por último, en actividades de financiamiento, el emisor obtuvo efectivo de las emisiones de obligaciones quirografarias y realizó pagos de los préstamos bancarios.

7. ANÁLISIS DE RIESGOS

Los principales riesgos a los cuales está expuesto el emisor y las políticas utilizadas para su mejor administración, se resumen como sigue:

7.1 RIESGO DE CRÉDITO: entendido como el riesgo que una contraparte no sea capaz de pagar las deudas contraídas por completo a la fecha de su vencimiento, está concentrado principalmente en las Cuentas por cobrar por los financiamientos otorgados por la Compañía.

La Gerencia señala que este tipo de riesgos es monitoreado mediante un análisis regular de la capacidad de pago de los deudores. Asimismo, los saldos de las cuentas por cobrar están distribuidos entre una amplia cartera de clientes que limita el riesgo de concentración crediticia a nivel de clientes individuales, colocándose además límites en relación cada deudor.

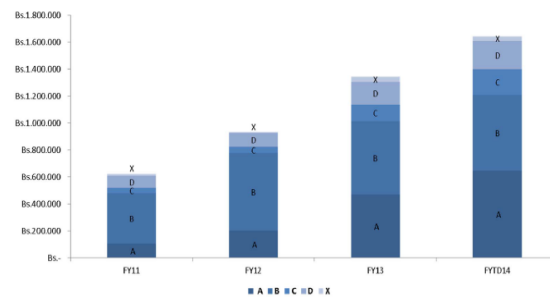
La exposición al riesgo de crédito es administrada por el Oficial de Riesgo de Crédito, quien es el responsable de mantener actualizada las políticas y límites de crédito, analizar la capacidad de pago de los deudores y, en

conjunto con el Comité de Crédito, tomar las acciones necesarias para evitar concentración de exposición por individuo o compañía, sector económico o zona geográfica. De esta manera, se minimiza el potencial de falta de repago de las unidades financiadas.

Asimismo, el emisor señala que se mantienen los criterios de manejo de riesgos con la Casa Matriz, asumidos desde el 2011, mediante la clasificación de riesgo del deudor. Dicho modelo de evaluación considera factores demográficos y de comportamiento de pago para clasificar a cada uno de los clientes. Como se mencionó anteriormente, la clasificación de riesgo del deudor incluye las letras A, B, C, D y X, donde “A” es el menos riesgoso y “X” es el más riesgoso.

Según la información suministrada por el emisor, el grueso del portafolio está clasificado bajo la categoría “A y B” (Ver Gráfico 7), representando el 74% del portafolio, mientras que la categoría “X” sólo representa el 2%. Del seguimiento de este gráfico en las revisiones y actualizaciones realizadas, se observa que la cartera sigue concentrándose básicamente en clientes A y B.

Gráfico 9: Clasificación del riesgo de crédito - TSV



Fuente: TSV

Es de señalar, que el emisor mantiene además como garantía para los créditos de vehículos las reservas de dominio sobre los mismos y garantías hipotecarias para los créditos a concesionarios, previa evaluación de las características específicas de los deudores.

7.2 RIESGO DE MERCADO

La administración de este tipo riesgo está a cargo de un Oficial de Riesgo de Mercado, bajo las políticas aprobadas por el Comité de Riesgo. Dicho Oficial identifica y evalúa los riesgos financieros de mercado, conjuntamente con los departamentos operativos y el Comité de Activos y Pasivos de la compañía.

a) Riesgo de tasa de interés

El emisor puede verse afectado ante fluctuaciones de los niveles de tasas de interés, tanto por aquellas que marcan los préstamos bancarios que obtiene, como las cobradas a sus clientes (recordando que las del Plan menor están reguladas por el Estado). Aún cuando la cobertura de este riesgo no es inmediata, la diversificación de las fuentes de fondos es una manera de mitigarlo. Actualmente, TSV ofrece créditos a tasa variable con ajuste de tasas cada 30 días; por otro lado, el pasivo tiene un ajuste de tasas

promedio entre 30 y 90 días, debido básicamente a que las obligaciones quirografarias ajustan tasas cada 90 días.

El emisor ha seguido una estrategia de alineación de su costo de fondo a la tasa activa de mercado publicada semanalmente por el BCV. De esta forma, a Mar-13 y Sep-13 el total de la deuda del emisor fluctúa como un porcentaje de la TAM, que a su vez forma parte importante del cálculo de la tasa máxima a aplicar a la cartera de crédito.

b) Riesgo de tasa de cambio:

Por sus operaciones en Venezuela, el emisor se encuentra expuesto al riesgo de fluctuación en el tipo de cambio del bolívar con respecto al dólar estadounidense, derivado de sus activos y pasivos reconocidos en dicha moneda. Según se observa, la empresa hasta Mar-11 había mantenido una posición en moneda extranjera activa, sin embargo, para Mar-12 en adelante (incluyendo el corte analizado), la misma fue pasiva, básicamente con montos de Cuentas por pagar al accionista y empresas relacionadas (Ver Tabla 8).

Tabla 8: Posición en moneda extranjera (Sep-13)

	Mar-11	Mar-12	Mar-13	Sep-13
Activos				
Efectivo en caja y bancos	78.747	47.343	14.671	12.595
Cuentas por cobrar a empresas relacionadas	11.312	9.177	7.721	9.177
TOTAL ACTIVOS	90.059	56.520	22.391	21.772
Pasivos				
Cuentas por pagar al accionista y empresas relacionadas	59.645	103.017	161.361	193.109
Provisión y otros pasivos	60.489	104.029	162.868	194.404
Posición en moneda extranjera, neta	29.570	(47.509)	(140.477)	(172.632)

Fuente: TSV

7.3 RIESGO DE LIQUIDEZ

Como empresa que financia vehículos a terceros a través de recursos distintos a las actividades de intermediación, el emisor debe revisar periódicamente su disponibilidad para hacer frente a sus obligaciones bancarias y aquellos fondos obtenidos del mercado de capitales.

Para mitigar este riesgo, la empresa maneja estratégicamente su Activo más importante, las Cuentas por cobrar, así como realiza revisiones diarias de sus recursos disponibles en efectivo, vencimientos de depósitos a plazo, vencimientos de financiamiento y pagarés bancarios. Según lo expone la Compañía, su estrategia está orientada a garantizar el nivel adecuado de liquidez.

Según lo señala la Gerencia, el riesgo de liquidez se ha venido mitigando, con la extensión de los plazos de

maduración de su deuda (por encima de 5 años), mientras que sus brechas de liquidez son cercanas a los 36 meses. Asimismo, el emisor mantiene lo que se denominan “líneas de créditos comprometidas”, que ascienden a Bs. 138,5 millones, dándole mayor holgura a la gestión de liquidez de la Compañía.

7.4 RIESGO DE REPUTACIÓN

El emisor forma parte de un grupo sólido de empresas relacionadas a operaciones financieras, que como la mayoría de las firmas japonesas, mantiene una filosofía de planificación a largo plazo. La Gerencia afirma que el riesgo de reputación sería elevado ante la sola posibilidad de un *default*, por lo que se realizan controles cuidadosos de las operaciones de las empresas que conforman el grupo.

7.5 RIESGO OPERACIONAL

El emisor cuenta con un Oficial de Riesgo Operacional, que busca que la Compañía utilice las mejores prácticas en sus actividades diarias. Para esto, se mantienen actualizados los procedimientos de cada una de las áreas y constantemente son revisados para buscar oportunidades de mejora y control. Adicionalmente, el Oficial de Cumplimiento vela por el correcto funcionamiento de todas las políticas de control que minimizan los riesgos de la Compañía (legal, legitimación de capitales y actividades sospechosas).

8. PROYECCIONES

Siguiendo la metodología de calificación de riesgo de SOFTLINE RATINGS, se elaboraron las proyecciones del comportamiento de TSV bajo tres escenarios, uno BASE, que parte de las condiciones provistas por el emisor; un escenario de RESTRICCIONES LEVES, donde se desmejoran ligeramente ciertas variables y uno de RESTRICCIONES GRAVES, donde se recoge el posible efecto de una desmejora significativa de algunas condiciones.

Para la construcción del primer escenario, se consideró un nivel de Activos totales que aumentaría 30% para el período 2013-2017, con un tamaño del negocio adecuado a las perspectivas de ajuste que en el mercado automotriz venezolano se prevé en los próximos años. Con respecto a las variables macroeconómicas, se estimó un costo implícito de los fondos promedio de 15% a lo largo de la vida de la emisión. Con estas premisas, la Eficiencia medida como la relación entre Gastos operativos a Activos se ubicaría en 5,30% en promedio a lo largo del período de análisis, con una cobertura de servicio de la deuda similar a la tendencia presentada hasta los momentos por la Compañía.

Bajo un escenario de restricciones leves, que incluye un crecimiento de 21% de los Activos a partir del escenario base, así como un costo implícito de los fondos de 17% en promedio, se obtuvo un indicador de Gastos operativos a Activos de 5,47% en promedio, con una cobertura 4% inferior a la mantenida en un escenario base. Considerando condiciones más exigidas, de incremento promedio más desacelerado de los Activos (16%), los resultados financieros del emisor se

mantendrían relativamente estables, con indicadores de eficiencia de 5,14% en promedio a lo largo del período analizado y una cobertura del servicio de deuda que en niveles absolutos se mantienen cercanos a los actuales. De análisis se concluye que no se mostraron volatilidades significativas que pudieran afectar los resultados del emisor en el período de análisis 2013 – 2017.

TOYOTA SERVICES DE VENEZUELA, C.A.

(100% poseída por Toyota Financial Services Americas Corporation)



INDICES FINANCIEROS

	Mar-11	Mar-12	Mar-13	Sep-13
EFICIENCIA				
Crecimiento de los Ingresos Totales		10,44%	29,44%	-1,84%
Gastos financieros / Ingresos por intereses	53,10%	55,32%	52,26%	48,29%
Ingresos totales / Gastos financieros	1,88	1,81	1,91	2,07
Gastos operativos / Ingresos totales	23,13%	23,64%	23,37%	21,73%
Gastos operativos / Activos totales	4,9%	4,3%	4,6%	4,4%
Utilidad operativa / Ingresos totales	23,77%	21,04%	24,36%	29,98%
LIQUIDEZ				
Efectivo	132.373	154.041	199.379	98.505
Capital de trabajo	225.642	328.548	595.366	529.732
Capital de trabajo / Ingresos totales	0,75	0,99	1,39	1,26
Flujo de Caja operativo / Ingresos totales	-0,31	-1,09	-0,94	-1,03
Solvencia total	1,13	1,12	1,12	1,12
Solvencia corriente	1,49	1,69	2,73	2,88
CAPITAL				
Patrimonio / Activo total	11,6%	10,4%	10,6%	11,0%
Pasivo total / Patrimonio	7,62	8,61	8,48	8,13
CALIDAD DE ACTIVOS				
Morosidad				
Morosidad				
Nivel 1: 30-60 días	3,78%	2,38%	0,73%	0,71%
Nivel 2: 61-90 días	0,78%	0,74%	0,15%	0,06%
Nivel 3: Más de 90 días	0,41%	0,13%	0,01%	0,04%
Provisión para pérdidas en cartera / CC	0,82%	0,48%	0,48%	0,40%
RENTABILIDAD				
ROA	1,94%	1,52%	1,71%	-0,16%
ROE	16,71%	14,57%	16,23%	-1,43%