

Quito, 15 de Mayo de 2019

Señor
Jairo Jaramillo
Mareauto S.A.
Presente.-

De nuestras consideraciones:

Adjunto, para su conocimiento, el informe que contiene la Calificación de la Cuarta Emisión de Obligaciones de Mareauto S.A.

El objetivo de la calificación de riesgo es dar una opinión sobre el riesgo del incumplimiento en el pago de los valores por emitirse. La Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A., analizó los factores cuantitativos y cualitativos de los valores a emitir, la estructura de la emisión propuesta, el monto y la calidad de los resguardos adicionales propuestos para la vigencia de esta, los aspectos legales involucrados en toda la transacción y la capacidad de generar flujos dentro del proceso de emisión.

Adicional, se analizaron los estados financieros históricos con el fin de evaluar la gestión financiera de Mareauto S.A., y las proyecciones establecidas para el período de vigencia de la emisión, además se analizó el contexto económico en el que se desenvuelve la misma.

La Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A. en Comité No. 84-2019 con fecha 15 de mayo de 2019, con base en los estados financieros internos e información adicional con corte al 31 de Marzo de 2019, acordó con tres votos a favor y por unanimidad otorgar la calificación de "AAA-" a la **Cuarta Emisión de Obligaciones de Mareauto S.A.**

Aspecto o Instrumento Calificado	Calificación
Cuarta Emisión de Obligaciones Mareauto S.A.	AAA-

Significado de la Calificación

Categoría AAA: Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen excelente capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía en general.

La categoría de calificación descrita puede incluir signos de más (+) o menos (-). El signo de más (+) indicará que la calificación podría subir hacia su inmediata superior, mientras que el signo de menos (-) advertirá descenso a la categoría inmediata inferior.

"La información empleada en la presente calificación proviene de fuentes oficiales; sin embargo, no garantizamos la confiabilidad e integridad de la misma, por lo que no nos hacemos responsables por algún error u omisión por el uso de dicha información. Las calificaciones de la Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A. constituyen una evaluación sobre el riesgo involucrado y una opinión sobre la calidad crediticia, y, la misma no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio."

Racionalidad

El Comité de Calificación PCR otorga la calificación "AAA-" a la **Cuarta Emisión de Obligaciones de largo plazo de Mareauto S.A.** La calificación considera el posicionamiento de Mareauto S.A. como colider en la industria de car-renting en el país (flotas), así como una amplia experiencia en el mercado de valores. La calificadora de riesgos considera favorable la ventaja competitiva del emisor al tener su propio taller para mantenimiento de vehículos mostrando estabilidad en sus márgenes operativos. Se observa un sano crecimiento del negocio, aun en años de stress, pero también una acumulación de vehículos derivado de la contracción en el sector automotriz, reflejando una leve sensibilidad coyuntural. La calificación reconoce que el emisor depende de financiamiento para capital de trabajo, que se mitiga con la excelente capacidad de generación de flujos. Las proyecciones contemplan un escenario acorde a su histórico y se observa el cumplimiento en tiempo y forma de las obligaciones financieras y mercado de valores.

Instrumento Calificado

Cuarta Emisión de Obligaciones

La Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de Mareauto S.A., celebrada el 20 de marzo de 2019 resolvió aprobar la Cuarta Emisión de Obligaciones de Largo Plazo por USD 7,00 millones, según el siguiente detalle que consta en la Circular de Oferta Pública:

Características del Instrumento					
Emisor:	MAREAUTO S.A.				
Monto de la Emisión:	US\$ 7.000.000,00				
Unidad Monetaria:	Dólares de los Estados Unidos de América				
Características:	Clase	Monto (US\$)	Plazo emisión	Pago de interés y capital	Tasa
	A	4.000.000,00	1.080 días	Trimestral	8,25%
	B	3.000.000,00	1.440 días	Trimestral	8,50%
Valor Nominal de cada Título	Cada uno de los Valores tendrá un valor nominal de USD 1,00 (un dólar de los Estados Unidos de América). Los valores a emitirse serán desmaterializados.				
Pago de Capital e Interés:	Tanto capital como intereses se pagarán de forma trimestral				
Contrato de Underwriting:	La presente emisión de Obligaciones contempla contratos de underwriting. Los comparecientes convienen en que SUCAVAL actúe como intermediaria del EMISOR, comprometiéndose a realizar el mejor esfuerzo para colocar la mayor parte posible de la emisión dentro del plazo de duración de la autorización de oferta pública.				
Rescates anticipados:	Podrán efectuarse rescates anticipados mediante acuerdos que se establezcan entre el emisor y los obligacionistas, previa resolución unánime de los obligacionistas, dando cumplimiento a lo previsto en el artículo ciento sesenta y ocho (168) del Libro Dos – Ley de Mercado de Valores, contenida en el Código Orgánico Monetario y Financiero. Las obligaciones que fueren readquiridas por el emisor, no podrán ser colocadas nuevamente en el mercado. Las obligaciones dejarán de ganar intereses a partir de la fecha de su vencimiento o redención anticipada, salvo incumplimiento del deudor, en cuyo caso se aplicará el interés de mora.				
Sistema de Colocación:	Las obligaciones serán colocadas mediante oferta pública, en forma bursátil, a través de las bolsas de valores legalmente establecidas en el país, de manera desmaterializada, mecanismos permitidos por la Ley.				
Agente Pagador:	Actuará como Agente el Depósito Centralizado de compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.				
Estructurador Financiero y Agente Colocador:	Sucaval S.A Casa de Valores				
Representante de los Obligacionistas:	LARREA ANDRADE & CIA. ABOGADOS S.A.				
Destino de los recursos:	El destino de los recursos que se generen será US\$ 5,46 millones para capital de trabajo (compra de vehículos), y US\$ 1,54 millones para Cancelación de pasivos.				
Garantía:	Conforme lo dispuesto en el artículo 162 de la Ley de Mercado de Valores contenida en el Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero, la presente emisión está amparada por garantía general.				
Resguardos de ley:	<p>De conformidad con lo establecido en el artículo 11 del capítulo III del Título III de la Codificación de Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores, (Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero), los resguardos a los que se somete el EMISOR son:</p> <p>1. Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del EMISOR:</p> <p>a) Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a cero punto setenta y cinco (0,75) a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores;</p> <p>b) Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.</p> <p>2. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.</p> <p>3. Mantener, durante la vigencia del programa, la relación de los activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en la normativa.</p>				
Resguardos adicionales:	<p>1. Durante cada año de la vigencia de la emisión, el accionista mayoritario se compromete a no recibir dividendos por un monto que exceda el veinticinco por ciento (25%) de la utilidad neta del ejercicio del año anterior; en caso que uno de los accionistas minoritarios demande la repartición por un monto mayor al veinticinco por ciento (25%) de la utilidad neta del año anterior, el accionista mayoritario se compromete a realizar un aporte para futuras capitalizaciones que cubra el exceso demandado por el accionista minoritario, en los montos excedentes correspondientes a todos los accionistas.</p> <p>2. Mantener una relación deuda financiera (bancos y mercado de valores) sobre EBITDA no mayor a 2,8 veces</p>				
Limitaciones de Endeudamiento	Mantener una relación pasivo sobre patrimonio no mayor a 2,6 veces.				

Fuente: Sucaval S.A. / Elaboración: PCR

Resumen Ejecutivo

- Mareauto S.A., es una empresa de Corporación Maresa Holding, con experiencia en el negocio de alquiler de vehículos a corto y largo plazo con 25 años. En 2009, la Compañía asume la licencia de Avis Rent a Car para Ecuador, fortaleciendo su posición como la empresa líder de alquiler de vehículos en el Ecuador. Para su operatividad, la compañía cuenta con la más moderna flota de unidades, conformada por más de 2.500 vehículos y con presencia a nivel nacional con 10 agencias. Además, cuenta con talleres calificados en todo el territorio ecuatoriano para mantenimiento técnico, así como puntos de operación in situ en la Amazonía.
- El emisor proporcionó un estudio de mercado donde se estipula que Mareauto S.A. es la empresa líder de mercado en el alquiler de vehículos a nivel nacional, es así que, al cierre de diciembre de 2017, en la línea de negocio de alquiler diario, Mareauto S.A. registró una participación del 46,00% en el mercado, porcentaje definido en base al número de vehículos; su otra línea de negocio, alquiler de flota, registró una participación del 37,00% en el mercado, así mismo definido en base al número de vehículos. Para el segmento de flotas, Mareauto S.A. es colíder en la participación de mercado con un 37% del total, sus principales competidores son: Consorcio del Pichincha con el 37%, Expertia Corporativo con el 10%, Toyocosta con el 10% y la diferencia del 6% se distribuye en otras.
- El total de activos de Mareauto S.A. ha crecido en promedio anual durante los 5 últimos años en 10,44% (+US\$ 6,08 millones), derivado principalmente del incremento en el rubro de vehículos para alquiler e inversiones. A la fecha de corte, se observa que el emisor mantiene constantes sus activos respecto a marzo de 2018 (-0,58%) con US\$ 75,45 millones; se destinó parte de los recursos líquidos para incrementar su principal activo que es vehículos para tener más recursos productivos y soportar el crecimiento que tienen previsto para el año.
- Los vehículos para alquiler totalizan un valor de US\$ 51,07 millones (marzo 2019) y cuentan con un total de 2.200 vehículos a la fecha de corte. El ciclo del negocio se deriva de la compra del auto, su arrendamiento y se finaliza con su venta. Se puede observar que estos rubros han tenido una tendencia creciente en todo el periodo de estudio (promedio 2014-2018: +10,73%), especialmente influido por el año 2018 que respecto a su periodo similar anterior varió en 26,52%. Esto se explica por dos razones, la primera, para soportar el incremento en sus ventas y segundo por la contracción de ventas en el sector automotriz en el último año (-4,48% abril19/abr18) y renovación de flotas importantes, lo cual ha incidido en la acumulación de vehículos disponibles para la venta.
- A marzo de 2019, el total de pasivos se distribuye principalmente en deuda financiera con el 72,19% (corto plazo: 22,52% y largo plazo: 48,66%), la diferencia corresponde a cuentas por pagar con el 19,15% y el 8,66% se distribuye en obligaciones acumuladas, pasivos por impuestos corrientes y obligaciones por beneficios definidos. La deuda financiera es el rubro más representativo del total de pasivos, a la fecha de corte este figura el 72,19% registrando un total de US\$ 38,76 millones. Este valor se distribuye 79,24% en 7 bancos locales con una tasa corporativa y la diferencia del 20,57% corresponde a la segunda y tercera emisión de obligaciones de largo plazo con una tasa de hasta 8,25%. El destino de los recursos es principalmente capital de trabajo (compra de vehículos para alquiler).
- El patrimonio total ha sido creciente en todo el periodo analizado y alcanza su valor más alto en marzo de 2019, impulsado principalmente por los resultados que ha generado el emisor en los últimos 5 años. Se totaliza un monto de US\$ 21,75 millones, distribuido en los rubros: resultados acumulados con el 69,32%, seguido por reservas con el 15,78% y capital social con 14,90%. Es importante destacar que, durante cada año de la vigencia de la emisión, el accionista mayoritario se compromete a no recibir dividendos por un monto que exceda el veinticinco por ciento (25%) de la utilidad neta del ejercicio del año anterior, lo que refleja el apoyo y compromisos de sus accionistas.
- Los ingresos del emisor han sido crecientes en todo el periodo de estudio, su variación promedio anual (2014-2018) es de 6,94% y se ha impulsado principalmente por la línea de flota, demostrando un crecimiento sano. Esto obedece a las acertadas estrategias del emisor de otorgar servicios personalizados a sus clientes corporativos, para lograr fidelización en la marca puesto que el emisor está apuntando hacia esta línea de negocio y a la venta de vehículos disponibles para la venta para depender en menor medida de deuda financiera. Respecto a la utilidad neta, en diciembre de 2018, la empresa obtuvo US\$ 3,20 millones y se impulsó interanualmente en 12,51%, siendo superior al incremento en sus ventas y se deriva de la optimización de costos y gastos.
- Puesto que el emisor ofrece servicios de arrendamiento de vehículos, el principal activo se encuentra categorizado en el largo plazo, con lo cual mantiene una estructura de activos concentrados en el rubro no corriente. Esta composición incide en los niveles de liquidez general, su comportamiento histórico ha permanecido en niveles menores a uno, su promedio (2014-2018) es de 0,84 veces y a la fecha de corte alcanza un indicador de 0,72 veces.

- Hay que destacar que el emisor se encuentra en proceso de aprobación para mantener un indicador de liquidez mínimo de 0,75 veces, por la Superintendencia de Compañías Valores y Seguros, al igual que las emisiones que mantiene vigentes a la fecha de corte.
- El destino de los recursos que se generen será US\$ 5,46 millones para capital de trabajo (compra de vehículos), y US\$ 1,54 millones para Cancelación de pasivos. PCR considera que el emisor presenta capacidad de generación de flujos dentro de sus proyecciones y de las condiciones del mercado, derivado de su posicionamiento, adecuada administración de capital de trabajo y apalancamiento financiero para responder a cualquier contingente inmediato.
- La presente emisión está respaldada con Resguardos adicionales como se detallan a continuación:
 - 1. Durante cada año de la vigencia de la emisión, el accionista mayoritario se compromete a no recibir dividendos por un monto que exceda el veinticinco por ciento (25%) de la utilidad neta del ejercicio del año anterior; en caso que uno de los accionistas minoritarios demande la repartición por un monto mayor al veinticinco por ciento (25%) de la utilidad neta del año anterior, el accionista mayoritario se compromete a realizar un aporte para futuras capitalizaciones que cubra el exceso demandado por el accionista minoritario, en los montos excedentes correspondientes a todos los accionistas.
 - 2. Mantener una relación deuda financiera (bancos y mercado de valores) sobre EBITDA no mayor a 2,8 veces

Atentamente,



Econ. Santiago Coello
Gerente General
 Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A.