

Ecuador
Emisión de Obligaciones

Teojama Comercial S.A.

Calificación Inicial

Tipo Instrumento	Calificación Inicial
Emisión de Obligaciones	AA

Resumen Financiero

(Millones USD)	2014 (diciembre)	2015 (noviembre)
Activos	150,324	153,942
Ventas	121,328	102,124
Margen EBITDA (%)	10.4%	15.0%
ROE (%)*	9.2%	14.1%
Deuda /Capitalización (%)	43.0%	39.9%
CFO / Deuda Fin CP (x)	-0.26	0.25
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (x)	-0.40	0.07
Deuda Financiera Total /EBITDA (x)	4.24	3.06
Deuda Financiera Total /FFO (x)	7.58	4.94

Fuente: Teojama Comercial S.A.
Elaboración BWR

Contactos:

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

Patricia Pinto
(5932) 226 9767 ext. 113
ppinto@bwrating.com

Fundamento de la Calificación

El Comité de Calificación decidió otorgar a la emisión de obligaciones analizada en este estudio la calificación de AA. Dicha calificación refleja nuestra opinión en cuanto al cumplimiento oportuno del pago del capital e intereses en las condiciones y términos establecidos de la emisión y demás compromisos financieros de la empresa.

La calificadora considera que Teojama Comercial S.A. es una empresa madura con amplio conocimiento de su mercado y capaz de mitigar los riesgos de la industria en la que se desenvuelve. La empresa comparte con otra compañía no relacionada la representación de la marca japonesa HINO en Ecuador. Dentro de la línea de pesados, tanto la marca como la empresa mantienen un posicionamiento histórico importante.

Si bien el sector automotriz se ha visto afectado en los últimos años por regulaciones que buscan limitar las importaciones, el subsector de buses y camiones ha sufrido un impacto menor. Para el próximo año se prevé una contracción económica y de liquidez, y existe incertidumbre sobre las nuevas medidas que tome el gobierno en el 2016. Como mitigantes a los efectos negativos del entorno macroeconómico, la empresa cuenta con la posibilidad de financiar directamente a sus clientes y de obtener financiamiento del exterior para sus importaciones.

Teojama Comercial S.A. ha mantenido tradicionalmente resultados operativos positivos derivados tanto de su operación comercial como del financiamiento relacionado. En 2015 el crecimiento del EBITDA fue particularmente importante a pesar de la contracción en ventas aunque dadas las condiciones del entorno, en el próximo año se espera una reducción de ventas y del EBITDA en términos absolutos.

Tanto el margen bruto como el margen EBITDA muestran volatilidad; el comportamiento del margen bruto es consecuencia de factores puntuales del mercado en cada período como son el precio del yen, los controles, impuestos y tasas que se han establecido legalmente para la industria, además de los cambios en la composición de ventas de la empresa.

Las necesidades de deuda del emisor provienen principalmente de los requerimientos de financiamiento de cartera comercial e inventarios. La cartera de créditos es un rubro estructural del modelo del negocio de la empresa mientras que el requerimiento de inventarios depende de las políticas de abastecimiento en cada período.

Lo dicho influye en la volatilidad del indicador de endeudamiento que relaciona a la deuda financiera con el EBITDA, el cual en algunos períodos es particularmente elevado. En el año 2015, este indicador muestra una reducción significativa gracias al incremento del EBITDA y a que la deuda financiera se redujo. Se esperaría que para este y los próximos dos años este indicador se establezca en alrededor de 3 veces.

Por otro lado, La naturaleza del negocio permite liberar capital de trabajo en épocas de contracción de ventas y reducción del EBITDA. Esta liberación de recursos mitiga el riesgo de los mayores niveles de endeudamiento y de liquidez apretada ya que se produce un flujo de caja operativo (CFO) y un flujo de caja libre (FCF) que en relación a la deuda de corto plazo es mayor y por tanto le da al emisor mayor capacidad de pago. Se espera que este mitigante se concrete al reducir deuda financiera.

Adicionalmente, si bien la generación de la empresa es pequeña frente a la deuda de corto plazo, la cartera comercial exigible hasta en un año cubre la deuda financiera de corto plazo en todos los períodos, aun considerando la morosidad actual, que es relativamente baja. La cartera de largo plazo está financiada por el patrimonio de los accionistas. Se espera que esta estructura se mantenga ya que el calce de plazos modera el riesgo de liquidez y de tasa de interés.

El riesgo de refinanciamiento para Teojama Comercial S.A se mitiga por su perfil que le permite acceder a alternativas tanto en el sistema financiero nacional como en el exterior.

Fecha Comité: 14 de enero, 2016
Estados Financieros a: noviembre, 2015

CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN CALIFICADA

Emisión de Obligaciones		
Emisor:	TEOJAMA COMERCIAL S.A	
Monto Por emitir:	12,000,000.00	
	Clase A	Clase B
Monto	6,000,000.00	6,000,000.00
Plazo:	1080 días	720 días
Cupón de Interés:	Fija anual 8.50%	Fija anual 8.00%
Pago de Interés:	Cada 90 días	Cada 90 días
Pago de Capital:	Cada 180 días	Cada 180 días
Fecha Colocación:	-	-
Fecha Vencimiento:	-	-
Monto Colocado:	-	-
Monto en Circulación:	-	-
Garantía:	General	
Destino de la Emisión:	Reestructuración de pasivos, el que consistirá en la sustitución de pasivos bancarios de corto plazo, entre otros.	
Calificadora de Riesgos:	BankWatch Ratings S.A.	
Agente Estructurador:	Mercapital Casa de Valores S.A	
Agente Colocador:	Mercapital Casa de Valores S.A	
Agente Pagador :	DECEVALE S.A	
Rep. Obligacionistas:	Bondholder Representative S.A.	

HECHOS RELEVANTES

El sector automotriz es una fuerza económica que contribuye al desarrollo de otras actividades productivas en el país generando miles de plazas de trabajo. (AEADI. Anuario 2014. pp 10)

El mercado automotriz se ha caracterizado por participar dentro de una industria restrictiva tanto en las importaciones como en la producción y ensamble nacional.

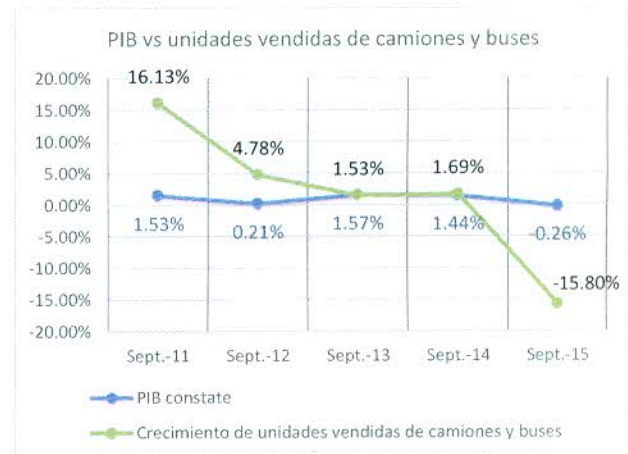
El COMEX, a mediados de diciembre 2014, mediante la resolución No. 049-2014, proroga la vigencia de las resoluciones 65 y 66. Dichos acuerdos establecen los cupos máximos de importación de vehículos y CKDs por marcas. Estas medidas excluyen el segmento de vehículos pesados. (Camiones y buses.)

Con el propósito de regular el nivel de importaciones y corregir el equilibrio de la balanza de pagos, el COMEX, por medio de la resolución 011-2015, establece sobretasas arancelarias de carácter temporal y no discriminatorio. Dicha regulación tendrá una duración mínima de 15 meses, es decir hasta mayo de 2016.

El Instituto ecuatoriano de normalización (INEN), cambia la norma RTE 034, al incluir nuevos elemento de seguridad para todos los vehículos que ingresen al parque automotor ecuatoriano.

ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA

Gráfico 1



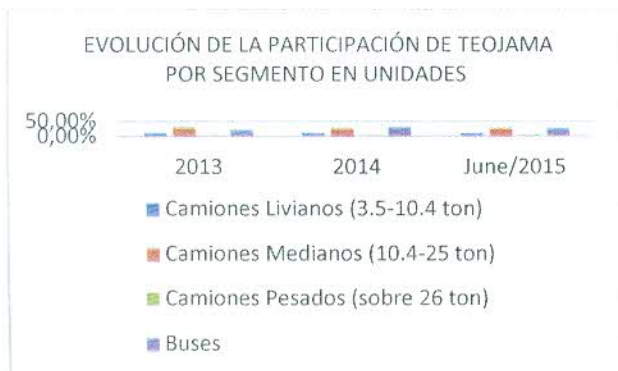
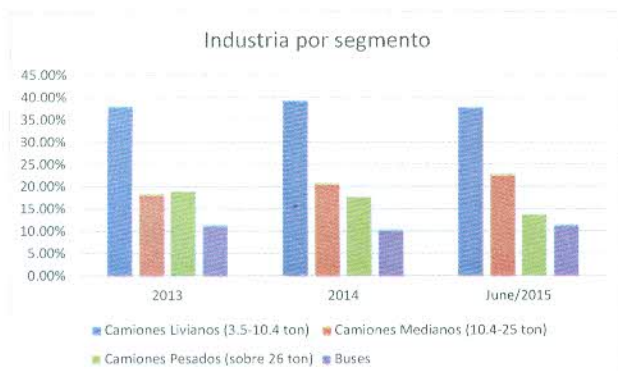
El desempeño de la Industria automotriz está directamente relacionado con el comportamiento macroeconómico y con la oferta de crédito. En este sentido, la caída del precio del petróleo y la consecuente contracción de la actividad petrolera, la disminución de la industria de la construcción y en general la reducción de la actividad económica además de la contracción del crédito automotriz afectaron la demanda en la industria especialmente a partir del segundo semestre del 2015. Las perspectivas para el 2016 no son alentadoras por lo que se espera que la demanda siga disminuyendo.

Adicionalmente, las sobretasas arancelarias, los cupos a las importaciones y las nuevas normas de seguridad impuestas para el mercado ecuatoriano han tenido su efecto por el lado de la oferta desde el 2014.

El entorno operativo más complicado podría reflejarse también en el deterioro de la cartera automotriz otorgada por instituciones del sistema financiero o por los propios concesionarios o distribuidores.

La industria del mercado automotor que nos compete en este análisis es la de buses y camiones, el primer gráfico que sigue muestra su distribución por segmento y la evolución de dicha participación por año; el segundo gráfico muestra la evolución por año y por segmento de Teojama Comercial S.A.

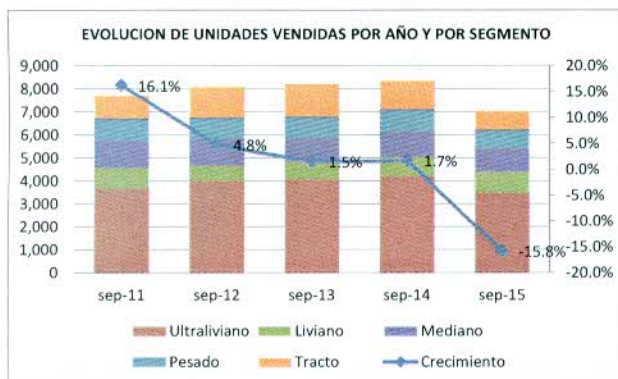
Grafico 2



Fuente: AEADE y Teojama Comercial
Elaboración: BWR

La industria de buses y camiones también ha sufrido contracción pero en menor proporción que el mercado automotor en general. A continuación un gráfico que muestra el comportamiento de cada segmento de año a año entre enero y septiembre:

Gráfico 3



Fuente: AEADE
Elaboración: BWR

La industria de camiones y buses en total se reduce en 15.80% entre septiembre 2014 y septiembre 2015. Dentro de este, la venta de pesados y medianos se contrae en 16.68% y 9.59% respectivamente, mientras que la venta de livianos crece en 12.47%. Entendemos que los buses por su tonelaje (entre 9 y 14 toneladas) se encuentran dentro de livianos y medianos y el comportamiento de este sub-segmento que muestra un crecimiento

del 24% en el mismo período, es el que influye positivamente en el segmento de livianos y medianos.

El comportamiento de las ventas de los buses se origina principalmente por una renovación del parque nacional de buses y además influye el que estos no estén afectados por las salvaguardias arancelarias.

Se explica que las ventas de camiones estén menos afectadas que las del total de vehículos ya que este segmento si bien se ha visto influenciado por las salvaguardias arancelarias y la contracción del crédito automotriz, no está restringido por cupos de importación. Por otro lado estos vehículos son herramientas de trabajo y por tanto más necesarios que los automóviles en general.

Es importante para el segmento que se cumpla con el plazo de las salvaguardas y se las levante hasta mayo-2016 como está previsto. Algunas marcas, entre ellas HINO, han asumido el incremento de este costo 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 Teojama Comercial S.A., es la volatilidad del yen frente al dólar (USD), ya que alrededor del 28% de los automotores que comercializa (buses) se originan en Japón.

PERFIL DE LA COMPAÑÍA

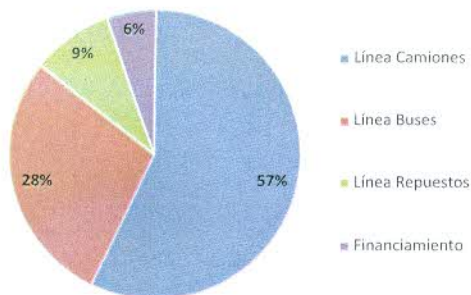
Teojama Comercial S.A. es una empresa que inició sus actividades en 1963. Desde 1969, es uno de los representantes de la marca HINO en Ecuador y comercializa camiones, buses y repuestos de dicha marca. Teojama Comercial S.A. es por lo tanto una empresa madura con amplio conocimiento de su mercado y capaz de mitigar los riesgos de la industria en la que se desenvuelve.

Teojama Comercial S.A. cuenta con 11 sucursales y cinco centros de distribución adicionales a través de CasaBaca, Importadora Tomebamba y Toyocosta. Mantiene actualmente 123 empleados.

La composición de ventas de Teojama Comercial S.A. en USD, se muestra en el gráfico mostrado a continuación:

Gráfico 4

Composición de ventas a noviembre 2015



Fuente: Teojama Comercial S.A.
Elaboración BWR

Los ingresos de la empresa provienen principalmente de la venta de camiones y buses HINO, los cuales se distribuyen dentro del mercado de pesados como medianos y livianos, lo cual es consistente con su participación en los distintos segmentos de mercado que se observa en el gráfico que sigue:

Gráfico 5

Participación de Teojama por segmento



Fuente: Teojama Comercial S.A.

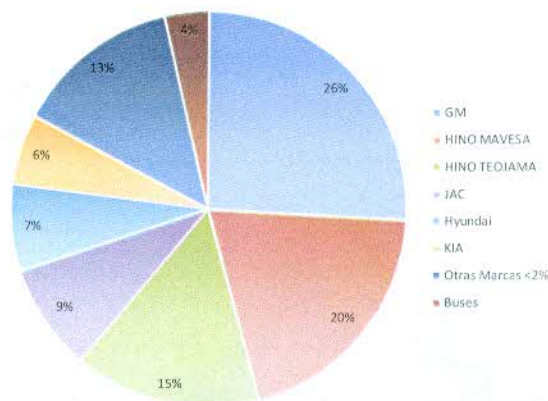
Es importante destacar que los segmentos más importantes para Teojama Comercial S.A. en términos de ventas y participación de mercado son los que menor reducción presentan entre 2014 y 2015, seguramente porque los camiones medianos y livianos sirven más a la industria de transporte de pasajeros y comercial que a la petrolera y a la construcción.

En el mercado no existe un participante con una porción mayoritaria en ninguno de los segmentos pero se reconoce que Teojama Comercial S.A. es un participante importante y está bien posicionado en el segmento de camiones medianos y buses con un 28% y 27% respectivamente. En estos segmentos su competencia principal es Mavesa que comercializa también la marca HINO. En el segmento de camiones y buses livianos su competencia principal es GM.

El gráfico siguiente expone la participación de mercado en la industria de camiones y buses:

Gráfico 6

Participación de Mercado Camiones 2015



Fuente: Teojama Comercial S.A.

Información subsecuente presentada por el emisor a diciembre-2015, indica que la participación de HINO Teojama subió en 2 puntos porcentuales al 17% en desmedro de HINO Mavesa. Este desempeño fue el resultado de la capacidad financiera de Teojama Comercial S.A. que le permitió aprovechar las circunstancias del mercado.

Consideramos que la representación de la marca HINO es una fortaleza para la empresa, no solo por su apoyo técnico y financiero sino también porque es una marca líder en el mercado ecuatoriano con una participación en el mercado de buses y camiones del 35%, estable históricamente. Hay otras marcas que han perdido participación frente a marcas chinas que han ingresado al mercado. El mercado ecuatoriano para la marca HINO también es importante considerando que el 70% de las ventas de su planta (Toyota) de camiones en Colombia, vienen al país.

Otra de las herramientas de Teojama Comercial S.A. para enfrentar la competencia del mercado es el crédito que ofrece a sus clientes. La empresa otorga crédito directo mitigando el impacto en sus ventas de la contracción del crédito en el sistema financiero. El crédito directo a más de representar una ventaja competitiva, proporciona a la empresa un ingreso que si bien frente al total de ingresos no es muy importante, en relación al EBITDA representa el 59% a noviembre-2015. Este rubro ha sido superior al gasto financiero que genera el financiamiento del negocio, al menos en 2 veces. Lo anterior indica que el crédito que concede Teojama Comercial S.A. ha contribuido positivamente al negocio.

El riesgo de tipo de cambio generado por el origen de los productos se mitiga a través del uso de

forwards para los productos que se importan directamente del Japón (buses) para los cuales se fija el precio en yenes contra despacho y se paga en yenes cuando llega la mercadería. Para los productos que se importan de Colombia (camiones) se fijan los precios en dólares una vez que se han producido las unidades, y la cobranza llega en 90 días. Luego de este período, la mercadería es financiada a través de una línea de crédito de BANCOLDEX con el aval de bancos locales ecuatorianos. En un eventual caso de desdolarización esta línea podría generar riesgo de tipo de cambio ya que tendrá que ser pagada en dólares. Este riesgo se encuentra mitigado en parte por las cláusulas de la cartera comercial otorgada, que de igual forma incluye condiciones de pago en dólares. El pago de los créditos a través de esta línea genera el 5% de impuesto a la salida de divisas, lo cual se incluye en el costo de los inventarios.

ESTRUCTURA DEL GRUPO



Teojama Comercial S.A. es accionista del 99% (USD534M) de Talleres y Servicios S.A. Servitalleres, dedicada a la prestación de servicios de talleres mecánicos y reparación de vehículos.

A la fecha de análisis el Grupo se conforma únicamente por estas dos empresas que consolidan balances.

Teojama Comercial S.A. es la empresa que mantiene la mayor parte de los activos, la que se hace cargo de todos los pasivos y la que absorbe los resultados de su subsidiaria.

Como es de esperarse, la generación importante del Grupo proviene de Teojama Comercial S.A., mientras que Servitalleres genera EBITDA negativo; a pesar de ello, al eliminarse las transacciones entre las dos empresas, el EBITDA en el balance consolidado es mayor al de Teojama Comercial S.A. individual ya que incorpora los negocios con terceros. Del total del EBITDA consolidado, entre un 85% y 97% proviene de Teojama Comercial S.A.

Por otro lado, Teojama Comercial S.A. mantiene tres inversiones adicionales, dos de las cuales representan menos del 1% de participación y cuyos montos no son representativos. La tercera

inversión que se registra en el balance de Teojama Comercial S.A. es por USD157M y representa el 49% de participación en SATRACK S.A., (servicio de rastreo satelital). La inversión inicial más los aportes adicionales de Teojama Comercial S.A. en esta empresa ascendieron a USD452M, los cuales absorbieron resultados negativos en 2014.

Teojama Comercial S.A. y Servitalleres mantienen principalmente una relación comercial. Teojama Comercial S.A. le vende a Servitalleres repuestos y le cobra un arriendo por la utilización de instalaciones. Servitalleres le proporciona a Teojama Comercial S.A. el servicio mecánico que cubre la garantía a sus clientes. De acuerdo a los auditores, las cuentas por cobrar y pagar que se generan por transacciones comerciales con las relacionadas no generan interés y son exigibles en un plazo de 90 días y no son equiparables a las realizadas con terceros.

Al cierre de 2014, Servitalleres generó un déficit de capital de trabajo de USD410M y un patrimonio negativo de USD203M, el cual fue absorbido por Teojama Comercial S.A. a través de un aporte en de USD400M que se deducirá de la deuda que los talleres mantienen con su matriz.

ACCIONISTAS Y SOPORTE

Al 30 de noviembre de 2015 el patrimonio de Teojama Comercial S.A. suma USD 76.9 MM, de los que el 58.51% corresponde a capital social.

Las acciones están distribuidas de la siguiente manera:

Accionistas	Capital (USD)	% de Participación
Fideicomiso Teojama Acciones	44,999,998	99.999996%
Manuel Antonio Malo Monsalve	1	0.000002%
Jacinto Ignacio Malo Monsalve	1	0.000002%
	45,000,000	100.00%

Las participaciones en el fideicomiso se distribuyen entre los hermanos Malo Monsalve.

Los accionistas y directivos de Teojama Comercial S.A. son profesionales con amplia experiencia en su mercado. Históricamente han apoyado a la empresa a través de la capitalización de parte de sus utilidades. No existen políticas definidas en cuanto a la retención de utilidades en la empresa, los accionistas toman la decisión a su discreción según las circunstancias. A noviembre-2015, la deuda financiera representa el 39.9% de la capitalización. A la misma fecha el pasivo total representa 1.01:1 el patrimonio.

También se observa que los accionistas han apoyado a la empresa a través de préstamos financieros cuando las circunstancias lo han exigido. A noviembre-2015 no existen deudas con los accionistas ya que las mismas se liquidaron en el año 2014.

GOBIERNO CORPORATIVO

Consideramos que los órganos administrativos de Teojama Comercial S.A., la calificación de su personal y los sistemas de administración y planificación de la empresa son adecuados y al momento no representan riesgos significativos en relación a la capacidad de pago del emisor.

El Directorio está conformado principalmente por personas que representan los intereses de los accionistas.

La representación legal de la empresa la ejercen el Sr. Manuel Antonio Malo Vidal como Presidente Ejecutivo de la Empresa y el Sr. Manuel Antonio Malo Monsalve como Presidente del Directorio.

El apoderado general de la empresa y el resto de la plana de ejecutivos son profesionales independientes con formación y experiencia en el área que les corresponde.

El Gobierno Corporativo de la empresa ha mostrado ser eficiente en cuanto a la implementación de políticas y estrategias para alcanzar los objetivos planteados.

La empresa cuenta con información financiera oportuna, consistente y clara, y es auditada a fin de cada año por firmas de reconocido prestigio.

La empresa cuenta con manuales y procedimientos implementados para la administración de su negocio entre las que se destacan las de originación y cobranzas de cartera. El departamento de crédito analiza la capacidad de pago de cada cliente y establece límites consistentemente. La empresa cuenta con un departamento técnico de cobranzas. La cartera de crédito está diversificada y no tiene riesgo de concentración. Las provisiones para cartera son establecidas por el Comité de Cobranzas conformado por ejecutivos de la empresa en función de la antigüedad del crédito vencido y la posibilidad de recuperación de los mismos. Se establecen provisiones para la cartera vencida de entre 180 y 360 días de acuerdo al juicio experto de dicho comité.

Una de las estrategias positivas de la empresa es haber logrado un calce relativo entre los plazos de la cartera y su deuda con lo cual se mitiga el riesgo de liquidez y el de tasa de interés.

Las provisiones de jubilación y desahucio se realizan en función de los estudios actuariales realizados por profesionales independientes. Dicha reserva al 31 de diciembre de 2015 representaba el 100% del valor actual de la reserva matemática calculada.

La transferencia de fondos entre empresas relacionadas que no sean por transacciones

comerciales no han representado históricamente montos importantes para el Emisor (proviene principalmente de Teojama Comercial S.A hacia las otras empresas) y se realizan a criterio de la administración.

PERFIL FINANCIERO**Presentación de Cuentas:**

Para el presente análisis se utilizaron los estados financieros Consolidados de Teojama Comercial S.A. y Talleres y Servicios S.A. Servitalleres y los estados financieros individuales de Teojama Comercial S.A., auditados por Moore Stephens al 31 de diciembre desde el 2011 hasta el 2014. Dichos informes no contienen observaciones.

También se analizaron los estados financieros individuales de Talleres y Servicios S.A. Servitalleres, auditados por la misma firma, de los años 2013 y 2014. Por último, se utilizaron los estados financieros directos al 30 de noviembre de 2015 de Teojama Comercial S.A.

Para determinar la capacidad de pago del emisor deben analizarse en conjunto los estados financieros consolidados y los individuales del emisor. En este caso no existen diferencias relevantes. Consideramos que los estados financieros de Teojama Comercial S.A. reflejan adecuadamente su capacidad de pago.

Las proyecciones utilizadas para este proceso fueron presentadas por Teojama Comercial S.A. y han sido ajustadas para nuestro análisis de acuerdo a las conversaciones con el emisor y el criterio de la calificadoradora.

Cabe indicar que, salvo que se indique lo contrario, las cifras y gráficos presentados en el presente informe reflejan la información individual del emisor, el cual mantiene la mayoría de activos, pasivos e ingresos del grupo que encabeza.

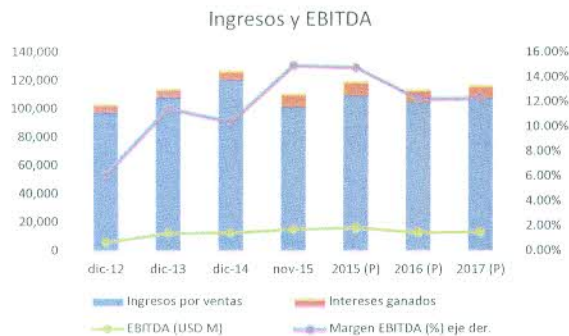
Gestión Operativa y Tendencias

Las ventas de Teojama Comercial S.A se mueven históricamente consistentemente con el mercado; en dólares, durante el 2013 y 2014, crecieron en 11.12% y 11.64% respectivamente mientras que al final del 2015, se espera una reducción de algo más que el 9%.

A pesar de la complicada situación del sector, Teojama Comercial S.A. ha mantenido niveles importantes de generación provenientes principalmente de la venta de camiones y buses como se muestra en el Gráfico 4 expuesto anteriormente. Su generación operativa incluye la venta de repuestos y los intereses por los créditos otorgados que a más de ser una herramienta de ventas contribuyen al EBITDA de manera

importante; a dic-2014 estos representaron un 49% del EBITDA y a nov-2015 el 59%.

Gráfico 7



Fuente: Teojama Comercial S.A.
Elaboración BWR
Proyecciones ajustadas por BWR.

Tanto el margen bruto como el margen EBITDA muestran volatilidad; el comportamiento del margen bruto es consecuencia de factores puntuales del mercado en cada período como son el precio del yen, los controles, impuestos y tasas que se han establecido legalmente para la industria, y la composición de ventas de la empresa principalmente; dentro de los gastos operativos existen rubros poco flexibles en relación a los ingresos operativos.

Gráfico 8



Fuente: Teojama Comercial S.A.
Elaboración BWR
Proyecciones ajustadas por BWR.

El gráfico anterior muestra que el EBITDA del 2015 crece de manera importante en relación al año anterior, esto a pesar de que los ingresos operativos se reducen como muestra el Gráfico 7. El resultado del EBITDA en ese año proviene de un mejor margen bruto que crece de 16.27% en 2014 a 20.70% en 2015. Precisamente, contribuyeron a

estos resultados la devaluación del yen, la mayor participación en ventas de buses (producto con mejor margen), la venta de algunos vehículos comprados en 2014 sin sobretasa y el hecho de que HINO absorbió el costo de la salvaguardia durante el año. El gasto de operaciones sobre ventas creció en 2015 en 2.85 puntos porcentuales al 14.13%, una parte importante de ellos vino de gastos relacionados a la estructura administrativa.

Las perspectivas del sector para el próximo año apuntan a que las ventas se sigan contrayendo, por lo tanto las proyecciones de Teojama Comercial S.A. analizadas, contemplan una reducción de ventas en USD para el 2016 de algo más del 4%. Dicha reducción, un margen bruto de 19% (considerando que no todos los factores que apoyaron el margen en 2015 puedan ser sostenidos) y un ligero incremento del gasto operativo al 14.59% de las ventas, generarían en el 2016 un EBITDA menor al del 2015 en 20.7%. Para los siguientes años se asume una recuperación paulatina de las ventas de alrededor del 3% por año, un margen bruto similar al del 2016, y ligeros incrementos del gasto operativo que no llegarían al 15% de las ventas hasta el 2020, lo que permitirá también la recuperación del EBITDA.

Gráfico 9



Fuente: Teojama Comercial S.A.
Elaboración BWR
Proyecciones ajustadas por BWR.

El gráfico anterior muestra que la generación de la empresa frente al gasto financiero exigible en cada período le otorga una cierta flexibilidad para enfrentar circunstancias adversas de mercado.

A dic-2014 la rentabilidad sobre patrimonio promedio (ROE) fue del 9.23%, esta relación para el 2015 será de un extraordinario 13%. A partir del 2016, se esperaría que estos indicadores regresen a los niveles históricos de entre 8% y 9%.

Estructura del Balance

	Dic-11	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Nov-15
Total Activo Corriente	50%	57%	59%	60%	52%
Fondos Disponibles	5%	1%	3%	2%	1%
Inversiones temporales	0%	0%	1%	0%	0%
CxC Comerciales	28%	28%	33%	35%	33%
Inventarios Neto	14%	25%	20%	21%	14%
Otras cuentas por cobrar	1%	0%	0%	0%	1%
Anticipo a proveedores	0%	1%	1%	2%	1%
Gastos anticipados	0%	1%	1%	0%	2%
Otros Activos corrientes	1%	1%	1%	1%	1%
Total Activo No Corriente	50%	43%	41%	40%	48%
Propiedades	18%	16%	16%	15%	18%
Inversiones Emp. Relac.	1%	0%	0%	0%	1%
Intangibles	0%	0%	0%	0%	0%
CxCobrar LP Comerciales	32%	26%	24%	24%	30%
CxCobrar LP Relacionadas	0%	0%	0%	0%	0%
Activos Diferidos	0%	0%	0%	0%	0%
Total Activo	100%	100%	100%	100%	100%

	Dic-11	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Nov-15
Total Pasivo Corriente	36%	36%	42%	51%	48%
Deuda Financiera CP	22%	20%	24%	36%	32%
Deuda Comercial	10%	10%	9%	11%	9%
Otros Pasivos CP	4%	6%	8%	4%	7%
Total Pasivo LP	1%	9%	4%	1%	2%
PATRIMONIO	62%	55%	54%	47%	50%
Total Pasivo y Patrimonio	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Teojama Comercial S.A.
Elaboración: BWR

De la estructura del balance de Teojama Comercial S.A se deben destacar algunos temas:

El primero es que la cartera comercial de la empresa incluyendo relacionadas, es el rubro más importante del balance; a noviembre-2015, representa el 63%.

La cartera comercial de corto plazo cubre la deuda financiera de corto plazo en todos los periodos, considerando una morosidad del 4% que es la que registra actualmente. De acuerdo a las proyecciones se esperaba que esta estructura se mantenga.

La empresa registra cartera comercial de largo plazo (a más de un año y hasta cuatro años), esta cartera está financiada por el patrimonio de los accionistas, el mismo que financia el 50% de los activos.

El patrimonio de los accionistas contiene utilidades facultativas, y retenidas que podrían ser distribuidas a criterio de los accionistas. Estos rubros suman alrededor del 28% del patrimonio.

Se esperaría sin embargo que la estructura del balance se mantenga ya que gracias al calce de plazos entre activos y pasivos el riesgo de liquidez y de tasa de la empresa se mitiga como se menciona anteriormente en este informe.

Por otro lado, la morosidad de la cartera ha ido creciendo en el último año, y dadas las circunstancias del entorno macro podría seguir incrementándose por lo que la solidez del patrimonio es importante para cubrir los riesgos que por este concepto podrían aumentar.

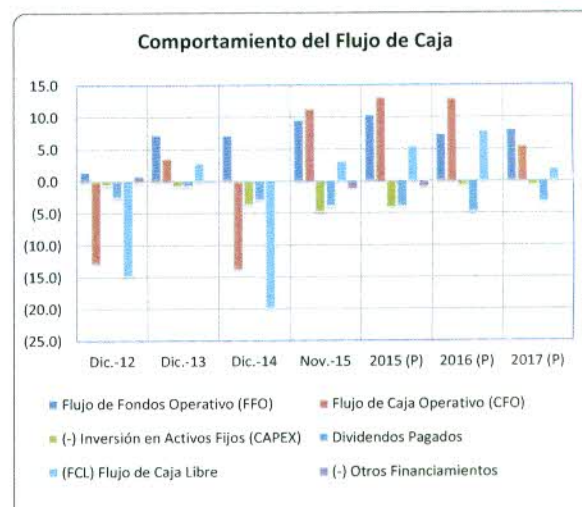
FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y TENDENCIAS

Gráfico 10



(X) Indicador en veces
Fuente: Teojama Comercial S.A.
Elaboración: BWR
Proyecciones ajustadas por BWR

Gráfico 11



Fuente: Teojama Comercial S.A.
Elaboración: BWR
Proyecciones ajustadas por BWR

Los niveles de endeudamiento de Teojama Comercial S.A. en relación a su generación han sido históricamente muy variables tanto por la volatilidad de su EBITDA como por los requerimientos de capital de trabajo ya sea para financiar inventarios o cuentas por cobrar.

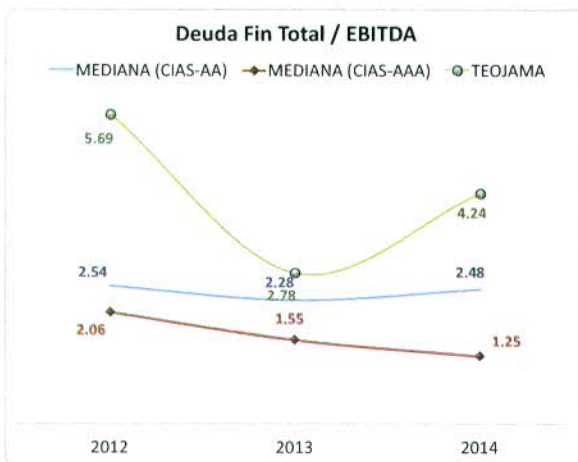
En el año 2012 los niveles de deuda llegaron a 5.69 veces el EBITDA tanto porque la generación en ese año fue pequeña como por que requirieron financiar inventarios por cambio en el modelo por parte de Hino. En el año 2013 el indicador mejora significativamente a 2.78 veces

gracias al incremento del EBITDA, pues la deuda se mantiene en el mismo monto del año anterior. En ese año se pagan dividendos bajos en relación a lo histórico y se realizan reducidas inversiones en CAPEX.

En el año 2014, la relación deuda financiera/EBITDA vuelve a incrementarse y alcanza el nivel de 4.24 veces, en este año la deuda financiera crece en USD19MM para financiar principalmente USD15MM de crédito a clientes y USD5MM de inventarios. La compra de inventarios en ese año fue particularmente alta pero fue positiva para el margen del 2015. La generación de la empresa se utilizó en pagar dividendos por USD3MM y en CAPEX por USD3.8MM.

Durante el 2015, año particularmente bueno en márgenes y generación de EBITDA, esta relación se reduce a 3.06 veces en noviembre y se espera una reducción adicional a 2.99 veces hasta diciembre. En este año la mejora del nivel de endeudamiento proviene principalmente de la recuperación del EBITDA pero también de la reducción de la deuda financiera en USD2.6MM hasta noviembre y en USD4.7MM esperada hasta diciembre. El flujo de caja de operaciones (CFO) permitió hacer inversiones en CAPEX por USD4.7MM, pagar dividendos por USD4MM y reducir la deuda financiera. El CFO positivo provino principalmente de una mayor generación y de la reducción de inventarios ya que la cartera de créditos si bien requirió un flujo menor, siguió creciendo.

Gráfico 12



Elaboración: BWR

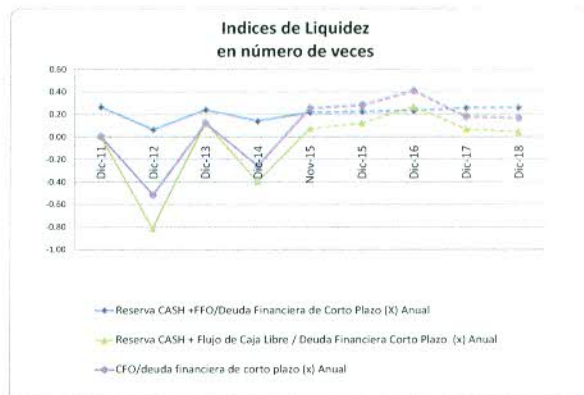
Si bien el cuadro anterior muestra que el nivel de deuda de la empresa no compara favorablemente con otras empresas mejor calificadas, debe indicarse que las cifras proyectadas consideran que la empresa no llegará a los niveles de endeudamiento del 2014 durante el tiempo de vigencia de la emisión. La contracción prevista del negocio limitaría las necesidades de capital de trabajo tanto por el lado de la cartera de créditos como por el lado de inventarios. Se espera que la variación de capital de trabajo y el flujo de caja de operaciones (CFO) sean positivos y este último suficiente para pagar dividendos al menos en los mismos niveles que en el 2015, hacer las inversiones requeridas (mucho menores a las de los dos últimos años) y reducir la deuda de acuerdo a lo previsto en función de los elementos de juicio que existen al momento.

Mayores apretones a los márgenes y al EBITDA ya sea por presiones en el mercado, nuevas medidas gubernamentales u otras decisiones externas o internas, podrían fomentar un nivel de deuda mayor respecto a lo esperado.

Por otro lado, La naturaleza del negocio permite liberar capital de trabajo en épocas de contracción de ventas y reducción del EBITDA. Esta liberación de recursos, mitiga el riesgo de los mayores niveles de endeudamiento en relación al EBITDA ya que se produce un flujo de caja operativo (CFO) y un flujo de caja libre (FCF) que en relación a la deuda de corto plazo es mayor y por tanto le da al emisor mayor capacidad de pago. Este mitigante se concreta siempre y cuando el flujo sea utilizado en reducir deuda financiera.

Capacidad de Pago y Liquidez

Gráfico 13



Fuente: Teojama Comercial S.A.
Elaboración: BWR.
Proyecciones ajustadas por BWR.

La liquidez de la empresa en los años analizados ha sido más bien estrecha, la generación anual es limitada para pagar una deuda elevada que está concentrada en el corto plazo. Adicionalmente, las necesidades para pago de interés e impuestos son

importantes y reducen el flujo disponible para cubrir las variaciones de capital de trabajo que en algunos períodos son negativas e importantes. Por otro lado la distribución de dividendos, las inversiones en CAPEX, y el financiamiento a empresas relacionadas han utilizado el flujo generado requiriendo de refinanciamiento importante de la deuda financiera todos los años.

El gráfico que precede muestra que los indicadores de liquidez se recuperan en el 2015 especialmente luego de un 2012 y 2014 que a más de refinanciar el 100% de su deuda debieron incorporar deuda para cubrir las necesidades de capital de trabajo explicadas anteriormente.

El desempeño positivo esperado para el 2016, se explica principalmente por la liberación del capital de trabajo que generaría la contracción del negocio y porque una pequeña parte de la deuda se estructuraría a largo plazo.

En el 2015 la empresa refinanció aproximadamente un 91% de su deuda financiera y en 2016 tendría que refinanciar entre un 75% y un 85% de la misma según las proyecciones.

A pesar de que bajo el actual entorno operativo el riesgo de refinanciamiento en el país ha incrementado, consideramos que por su perfil, y estructura esta sería una de las empresas que mantendrá alternativas de fondeo en el sistema financiero.

POSICIÓN RELATIVA DE LA GARANTÍA FRENTE A OTRAS OBLIGACIONES DEL EMISOR EN CASO DE QUIEBRA O LIQUIDACIÓN Y CAPACIDAD DE LOS ACTIVOS PARA SER LIQUIDADOS

Fecha de corte	Nov-15
Activo Líquido (USD M)	2,158.74
Activo Ajustado (USD M)	153,100.06
Activo Total (USD M)	153,942.35

Nov-15					
Prefección	Descripción	Pasiva y costos tributarios (USD M)	Pasivo Acum. (USD M)	Cobert. Activos Líquidos (veces)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	8,109	8,109	0.27	18.88
2da	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hotecaria)	2,252	10,362	0.21	14.78
3era	Deuda sin garantía específica de balance	66,670	77,032	0.03	1.99
TOTAL		77,032	77,032	0.03	1.99

La calificación otorgada se fundamenta en el análisis del emisor como negocio en marcha, el cual se describe a lo largo de este informe. El estudio de la capacidad de liquidación de los activos refleja que los valores en circulación entran en tercera prelación, con una cobertura de 1.99 veces. Para el cálculo de la cobertura de los activos que muestra el cuadro anterior, se ha restado activos que por su naturaleza podrían no ser recuperables en un escenario conservador.

Las emisiones tienen garantía general, por tanto están garantizadas con los activos libres de la empresa. Adicionalmente, el emisor se ha comprometido a mantener cartera libre de gravamen por USD 12MM durante la vigencia de la emisión.

De acuerdo al cálculo de la garantía general entregado por el emisor, el monto en circulación de los valores vigentes en el mercado de valores en conjunto con el monto autorizado de esta emisión estaría dentro del límite legal establecido por ley.

A la fecha de corte, los activos de la empresa son en su mayoría de naturaleza operativa, y se han realizado las provisiones por deterioro de los activos financieros en la medida que se ha estimado necesario. Consideramos que los activos de la empresa son de buena calidad, y no existen riesgos significativos previsible al momento.

En cuanto a la capacidad de los activos registrados en el balance del emisor para ser liquidados, el 63% de los mismos representa la cartera de créditos que está garantizada por la unidad comprada; tiene una morosidad a la fecha de alrededor del 4%. La cartera con probabilidad de pérdida está provisionada adecuadamente de acuerdo al criterio de la administración y representa menos del 1% del total de la cartera.

Un 52% de los activos son exigibles dentro de un año, del total de activos la cartera de corto plazo representa el 33% y luego inventarios con 14%(neto de lo provisionado por obsolescencia); salvo lo expuesto, los activos son de buena calidad. El 48% restante representa principalmente la cartera de largo plazo con 30% y el activo fijo con 18%. La capacidad del activo fijo de ser liquidado así como su valor de liquidación dependerán de las circunstancias específicas de cada momento, tanto de la empresa como del mercado.

Resguardos

Dentro del contrato de emisión de la emisión de obligaciones calificada Teojama Comercial S.A se compromete a cumplir con los siguientes resguardos de Ley:

- 1) Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor:
 - a) Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y,
 - b) Los activos reales sobre los pasivos exigibles deberán permanecer en niveles de

mayor a o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.

- 2) No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
- 3) Mantener durante la vigencia del programa, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en los artículos 11 y 13, del Capítulo III, Título III de la Codificación de Resoluciones expedidas por la Junta de Regulación de Política Monetaria.

Debe notarse que el incumplimiento de los resguardos antes establecidos, dará lugar a declarar de plazo vencido a todas las emisiones efectuadas por la compañía.

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 papel en el mercado y no al contrario.

A la fecha de corte, Teojama Comercial S.A. mantiene las siguientes operaciones a más de la que es objeto de esta calificación:

Tipo Instrumento	Monto autorizado (USD Miles)	Saldo circulación (USD Miles)	Calificación	Calificadora
Emisión de Obligaciones	18,000	346	AA+	Class
Programa de Papel Comercial	11,000	9,888	AA+	PCR

Teojama Comercial S.A. ha participado con éxito en el Mercado de Valores y ha cumplido con sus obligaciones oportunamente.



Patricio Baus
Gerente General

TEOJAMA COMERCIAL				
(Miles de USD)	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Nov-15
Resumen de Resultados				
Ventas	97,802	108,677	121,328	102,124
% crecimiento	-7.8%	11.1%	11.6%	-8.2%
MARGEN BRUTO (%)	15.4%	18.3%	16.3%	20.7%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	6,024	12,523	12,666	15,346
MARGEN EBITDA (%)	6.2%	11.5%	10.4%	15.0%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	6,024	12,523	12,666	15,346
MARGEN EBITDAR (%)	6.2%	11.5%	10.4%	15.0%
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	7,203	11,961	11,520	14,955
MARGEN EBIT (%)	7.4%	11.0%	9.5%	14.6%
Gasto Financiero del periodo	-2,813	-2,898	-2,933	-2,375
Impuestos a la renta	-1,792	-2,414	-2,636	-3,487
UTILIDAD NETA	3,768	7,423	6,433	9,597
Resumen Balance				
Caja y Equivalentes de Caja	1,725	4,542	3,059	2,159
Cuentas por Cobrar Comerciales	66,190	72,729	88,139	96,603
Inventarios	29,825	25,722	31,168	20,842
Cuentas por Pagar Proveedores	11,820	11,436	17,167	13,535
Deuda Financiera Total	34,297	34,788	53,764	51,161
Otros Pasivos	8,794	12,497	8,081	12,336
Patrimonio	66,750	68,030	71,313	76,910
Patrimonio Tangible	66,154	67,471	70,608	76,068
Resumen Flujo de Caja				
EBITDA OPERATIVO	6,024	12,523	12,666	15,346
(-) Gasto Financiero del periodo	-2,813	-2,898	-2,933	-2,375
(-) Impuesto a la renta del periodo	-1,792	-2,414	-2,636	-3,487
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el periodo(ingreso manual diferenciando de total div pagados)	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	1,418	7,211	7,097	9,484
(-) Variación Capital de Trabajo	-14,224	-3,583	-20,848	1,903
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	-12,806	3,628	-13,751	11,387
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	1,062	688	462	504
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	0	0
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	0	0	0	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el periodo	-2,558	-800	-3,000	-4,000
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-591	-742	-3,688	-4,866
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	0	0	0	0
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-14,894	2,775	-19,977	3,026
Margen de Flujo de Caja Libre %	-15.2%	2.6%	-16.5%	3.0%
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	10,025	-184	18,976	-2,603
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	854	226	-42	-1,185
OTRAS INVERSIONES NETO	0	0	-440	-138
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	-4,015	2,818	-1,484	-900
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	5,744	1,725	4,542	3,059
Indicadores				
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	1.50	3.49	3.42	4.99
EBITDAR/cargos fijos(gasto financiero y cuota leasing del periodo)(x)	2.14	4.32	4.32	6.46
EBITDA / Gasto Financiero del periodo (x)	2.14	4.32	4.32	6.46
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	5.69	2.78	4.24	3.06
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financier	5.41	2.42	4.00	2.93
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	34%	34%	43%	40%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.06	0.23	0.13	0.21
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	(0.51)	0.12	(0.26)	0.25
Reserva CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(0.81)	0.12	(0.40)	0.07
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	(0.60)	0.09	(0.37)	0.07

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 dada. La forma en que BANKWATCH RATINGS lleve a cabo el análisis y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en que se ofrece y coloca la emisión, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a la administración del emisor, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de BANKWATCH RATINGS deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que BANKWATCH RATINGS se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor es responsable de la exactitud de la información que proporciona a BANKWATCH RATINGS y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS debe confiar 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 son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar cómo hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de BANKWATCH RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que BANKWATCH RATINGS evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de BANKWATCH RATINGS y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados al riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. BANKWATCH RATINGS no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de BANKWATCH RATINGS son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de BANKWATCH RATINGS estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. 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 de cualquier tipo. Las calificaciones de riesgo no constituyen una recomendación para comprar, vender o mantener un valor; tampoco constituyen una garantía del pago del mismo. Las calificaciones de riesgo no implican una opinión respecto de la estabilidad de su precio de mercado, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en este. Todos los derechos reservados. © BankWatch Ratings 2015.