

Ecuador
Emisión de Obligaciones
Primer seguimiento

Teojama Comercial S.A.

Calificación

Tipo Instrumento	Calif. Actual	Calif. Anterior	Último cambio
Emisión de Obligaciones	AA	NR	NR

Calificación Actual: Calificación otorgada en el último comité de calificación

Calificación Anterior: Calificación del valor hasta antes de que se diera el último cambio de calificación

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

NR: No registra cambio de calificación;

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

Resumen Financiero

(Millones USD)	2015 (diciembre)	2016 (abril)
Activos	154,734	154,593
Ventas	110,377	23,521
Margen EBITDA (%)	15.9%	14.2%
ROE (%)*	12.8%	3.7%
Deuda /Capitalización (%)	39.2%	39.1%
CFO / Deuda Fin CP (x)	0.30	0.27
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (x)	0.10	0.13
Deuda Financiera Total /EBITDA (x)	2.84	4.99
Deuda Financiera Total /FFO (x)	4.88	8.80

Fuente: Teojama Comercial S.A.
Elaboración BWR

Contactos:

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

Andrés F Crespo
(5932) 226 9767 ext. 113
acrespo@bwratings.com

Fundamento de la Calificación

El Comité de Calificación decidió mantener 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 en parte 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 la industria de buses y camiones mantuvo un mejor comportamiento en 2015 que el sector de vehículos livianos, en 2016 la caída de este segmento fue mayor a la esperada, lo cual se refleja también en una contracción importante de las ventas del emisor. Dicho esto, Teojama ha tenido un mejor comportamiento que otras empresas del sector, particularmente en el segmento de buses, que tiene un mejor margen bruto y no están afectados por las salvaguardias arancelarias.

El emisor 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 2016 se espera una reducción del EBITDA en términos absolutos, mayor a la esperada en la calificación inicial.

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 la cartera comercial. Lo dicho influye en la volatilidad del indicador de endeudamiento, el cual en algunos períodos es particularmente elevado respecto a la generación. El flujo de recuperación de la cartera comercial de corto plazo, que en un escenario de contracción debería liberar recursos importantes para disminuir el endeudamiento, es un mitigante a esta situación.

Esperamos que en este año y el próximo estos recursos permitan disminuir la deuda financiera. Si es que el flujo liberado por la contracción del negocio no se utilizara de acuerdo a lo previsto, esto debilitaría el perfil de riesgo de la empresa, lo cual tendría un impacto negativo en la calificación otorgada.

La reestructuración a largo plazo de la deuda financiera que el emisor ha acordado y que se ejecutará en el segundo semestre del año mejorará considerablemente la estructura de capital de la empresa y reducirá su riesgo de liquidez frente a los niveles actuales, actuando también como mitigante del mayor nivel de endeudamiento. Por último, el riesgo de refinanciamiento del emisor se mitiga por su perfil que le permite acceder a alternativas tanto en el sistema financiero nacional como en el exterior.

CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN CALIFICADA

Emisión de Obligaciones		
Emisor:	TEOJAMA COMERCIAL S.A	
Monto Total Emisión	12,000,000.00	
No. de Resolución	SCVS.IRQ.DRMV.2016.0440	
	Clase A	Clase B
Monto	6,000,000	6,000,000
Monto Colocado:	960,000	-
Monto en Circulación:	960,000	-
Plazo:	1080 días	720 días
Cupón de Interés:	Fija anual 8.50%	Fija anual 8.00%
Pago de Interés:	Trimestral	Trimestral
Pago de Capital:	Semestral	Semestral
Fecha Colocación:	30-mar-16	-
Fecha Vencimiento:	30-mar-19	-
Garantía:	General	
Fecha Aprobación SIC:	26-feb-16	
Destino de la Emisión:	100% Sustitución de Pasivos Bancarios de corto plazo	
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.	

Como hecho subsecuente indicamos que de acuerdo al emisor el monto de colocación a mayo-2016 de las clases A y B se habría incrementado a USD 3.3MM y USD 1.0MM, respectivamente.

HECHOS RELEVANTES

El mercado automotriz en 2015 tuvo nuevamente un escenario restrictivo tanto para las importaciones como para el ensamblaje local y en 2016, mediante la Resolución No. 049-2014 del 31 de diciembre de 2015 el COMEX aprueba un nuevo régimen de cupos tanto para la importación de autos como para las partes o CKD para su ensamblaje. Como consecuencia se reducen una vez más los cupos por marcas para vehículos, partes y piezas. 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.

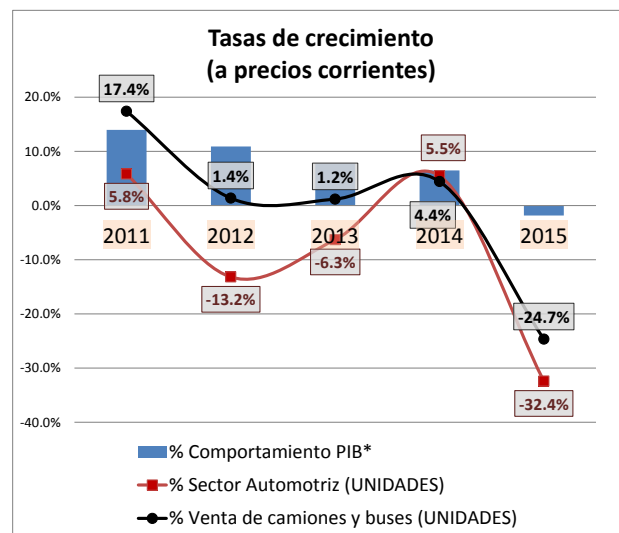
ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA

Desde el año 2012 el sector automotriz se encuentra fuertemente regulado debido al interés del Gobierno de reducir las importaciones. Los controles implementados incluyen nuevas normas técnicas que encarecen los vehículos y dificultan el

proceso, mayores impuestos y cupos de importación.

Esto, sumado a un menor crecimiento macroeconómico, explica la contracción de las ventas (en unidades) del mercado automotriz ecuatoriano en 32.4% en 2015. Lo anterior implica que en este último año se vendieron 38.95M unidades menos que en 2014 (120.26M unidades vendidas en este año).

Gráfico 1



Fuente: BCE y AEADE
Elaboración: BWR

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

Además de las regulaciones y la coyuntura macroeconómica actual, para este año se han reducido los créditos de consumo, los cuales afectan directamente a la demanda de vehículos. Esto se ha dado principalmente por una menor liquidez de la economía.

La venta de vehículos atraviesa el peor momento de la última década. Durante los cinco primeros meses de este año se comercializaron 24 078 automotores importados y de fabricación nacional, es decir, un 41% menos que en el mismo período del 2015, según datos de la Cámara de la Industria Automotriz Ecuatoriana. En el 2015 hubo una contracción por los cupos de importación. Hoy, en

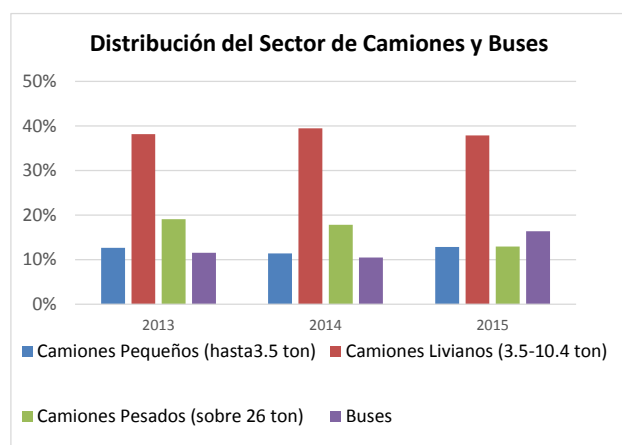
¹

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

cambio, el problema radica fundamentalmente en la demanda.²

La industria del mercado automotor que nos compete en este análisis es la del subsector de buses y camiones. El gráfico 2 muestra la distribución del total del subsector por segmento y la evolución de dicha participación por año.

Gráfico 2



Fuente: AEADE y Teojama Comercial
Elaboración BWR

Por otra parte y como se puede apreciar en el **gráfico 1** la industria de buses y camiones también ha sufrido contracción pero en menor proporción que el mercado automotor en general.

En primer lugar, el comportamiento de las ventas de los buses se afectó en menor medida principalmente por una renovación del parque nacional de buses, además de que estos no están afectados por las salvaguardias arancelarias

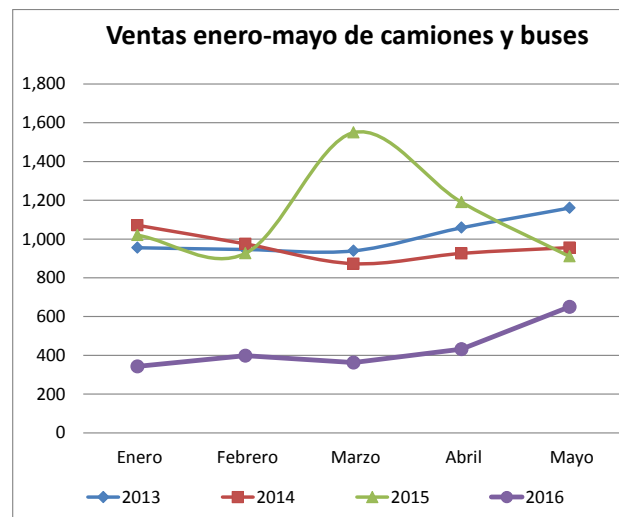
Por su lado, las ventas de camiones se vieron menos afectadas en el 2015 que las del total de vehículos, ya que este segmento no está restringido por cupos de importación. Además estos vehículos son herramientas de trabajo y por tanto más necesarios que los automóviles en general.

No obstante a mayo-2016 y según información de la AEADE Las ventas en el segmento de pesados (Camiones y Buses) al mes de Mayo evidencia una caída del -61%. Específicamente el segmento de Camiones posee la caída porcentual en ventas más alta -68% comparada con los otros segmentos incluido livianos. Es preciso tomar en cuenta que los camiones livianos y medianos han tenido un mejor comportamiento que los otros tipos de camiones. La venta de camiones pesados se cayó en 83.4% mientras que los camiones livianos y

medianos cayeron en 36.6% y 71.4% respectivamente.

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

Gráfico 3



Fuente: AEADE
Elaboración BWR

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. Esta divisa se debilitó en 2015, pero en 2016 su tendencia se ha revertido.

A futuro esperamos que el sector continúe presionado por regulaciones que limiten las ventas de vehículos en el País, situación que podría modificarse en función de los acuerdos de comercio que logren concretarse, y de la evolución de la balanza de pagos.

PERFIL DE LA COMPAÑÍA

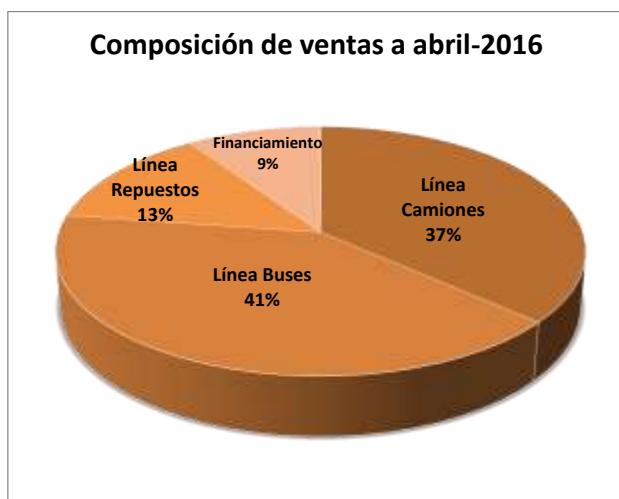
Teojama Comercial S.A. es una empresa que inició sus actividades en 1963. Desde 1969, es uno de los representantes de la marca HINO en Ecuador y comercializa camiones, buses y repuestos de dicha marca. Teojama es por lo tanto una empresa madura con amplio conocimiento de su mercado y capaz de mitigar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

² http://www.elcomercio.com/actualidad/ecuador-venta-vehiculos-economia-negocios.html#.V17MBcc_tOs.email

Teojama 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 siguiente:

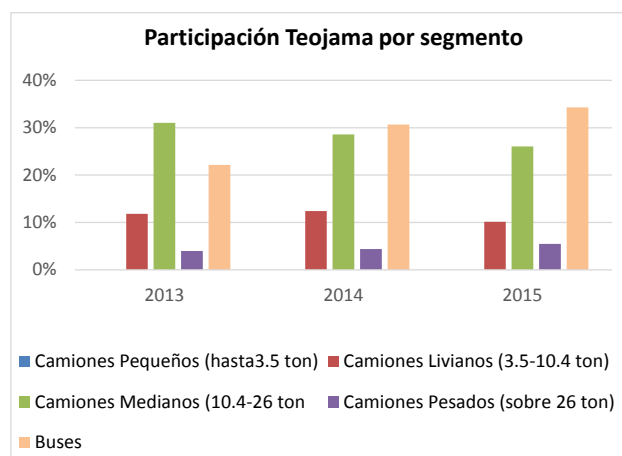
Gráfico 4



Fuente: Teojama Comercial S.A.
 Elaboración: BWR

Los ingresos de la empresa provienen principalmente de la venta de camiones y buses HINO de distinto tonelaje, especialmente medianos y livianos.

Gráfico 5



Fuente: AEAD y Teojama Comercial S.A.
 Elaboración: BWR

Es importante destacar que los segmentos más importantes para Teojama 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.

Cabe mencionar que hasta mayo del 2016 la participación de mercado de los camiones

medianos y pesados ha disminuido, mientras que los camiones livianos como los pequeños (ultralivianos) han ganado participación.

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 26% y 34% 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.

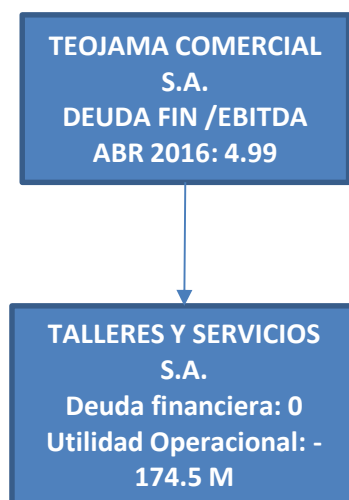
Consideramos que la representación de la marca HINO es una fortaleza para la empresa, no solo por su apoyo técnico y financiero sino también porque es una marca líder en el mercado ecuatoriano dentro de su segmento. Hay otras marcas que han perdido participación frente a marcas chinas que han ingresado al mercado.

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. 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 o del exterior. 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 principalmente por su plazo. 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 es accionista del 99% 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 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, el EBITDA en el balance consolidado es mayor al de Teojama Comercial S.A. individual por lo cual su aporte es positivo. Del total del EBITDA consolidado, entre un 90% y 97% proviene de Teojama Comercial S.A.

Por otro lado, Teojama Comercial S.A. mantiene dos inversiones adicionales, de las cuales, una representa menos del 1% de participación y cuyo montos no es representativo. La segunda inversión que se registra en el balance de Teojama Comercial S.A. es por USD 296 M y representa el 49% de participación en SATRACK S.A., (servicio de rastreo satelital).

Teojama 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 2015, Servitalleres generó un déficit

de capital de trabajo y un patrimonio negativo, el cual fue absorbido por Teojama Comercial S.A. a través de un aporte en de USD 515 M que se deducirá de la deuda que los talleres mantienen con su matriz.

ACCIONISTAS Y SOPORTE

Al 31 de abril de 2016 el patrimonio de Teojama suma USD 78.1 MM, de los que el 57.7% 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%

Fuente: Teojama Comercial S.A.
Elaboración BWR

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.

También se observa que los accionistas han apoyado a la empresa a través de préstamos financieros cuando las circunstancias lo han exigido.

GOBIERNO CORPORATIVO

Consideramos que los órganos administrativos de Teojama, 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 representa 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 2013 hasta el 2015. 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 31 de abril de 2016 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 calificadora.

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

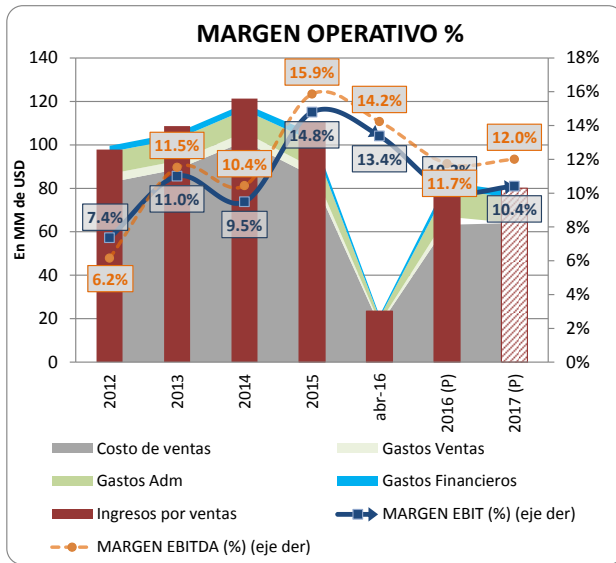
Las ventas de Teojama Comercial S.A. se mueven históricamente consistentemente con el mercado; en dólares, durante el 2013 y 2014, crecieron en 11.12% y 11.64% respectivamente. En 2015 existió una reducción del 9% en las ventas principalmente por una menor demanda de vehículos tanto pesados como livianos. Lo anterior se dio en consecuencia de las complicadas condiciones del sector automotriz y de macroentorno en general.

A la fecha de corte (abr-2016) se observa una disminución en las ventas de la empresa mayor a la esperada en la calificación inicial, tanto en unidades como en dólares. Para finales del presente año esperamos que las ventas sean aproximadamente de USD 80 MM, o 27.5% menos que el 2015.

No obstante la empresa ha mantenido buenos niveles de generación con respecto a su competencia y al mercado automotriz. Su generación operativa incluye la venta de repuestos e intereses por el financiamiento otorgado a los clientes. Estos últimos han mostrado un crecimiento sobre el total de las ventas debido también a la falta de liquidez inmediata de los clientes.

Debido a las inversiones en la línea de talleres que ha realizado la compañía, se espera una contribución adicional al total de ingresos por este concepto. Esta es una de las razones por la cuales las ventas de Teojama han tenido un mejor comportamiento que la industria. Además, en lo que va del año, la empresa ha logrado captar mayor mercado que su competencia.

Grafico 7



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

El margen bruto históricamente ha mostrado volatilidad, como consecuencia de factores puntuales del mercado en cada período como son el precio del yen, los controles, impuestos, tasas que se han establecido legalmente para la industria, y la composición de ventas de la empresa. En 2015 existió una mejora importante del margen bruto debido a una devaluación del yen, una mayor participación de la venta de buses sobre el total (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.

A abril del presente año existe también un incremento porcentual del margen bruto (28.13% frente a 22.3% de diciembre-2015) ya que la participación de la venta de buses sobre el total de ingresos ha seguido aumentando. No obstante esperamos que el margen termine contrayéndose a 21% para finales de 2016, por una apreciación del yen y mayor presión competitiva, que serían compensadas en parte por un incremento adicional de la participación de buses en sus ventas, y descuentos negociados con sus proveedores.

Gráfico 8



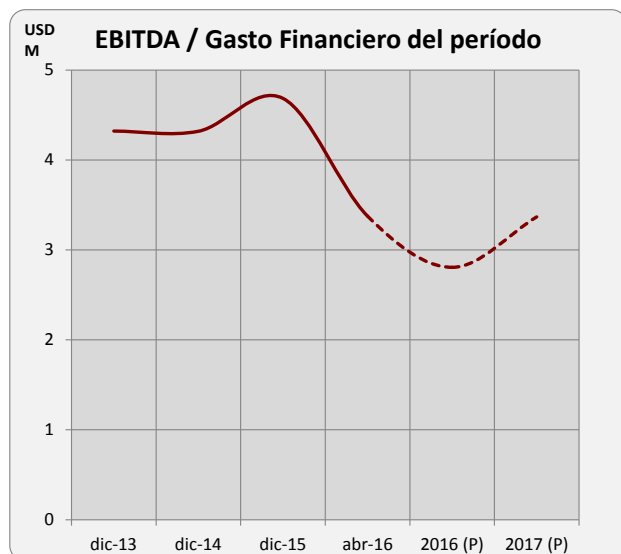
Fuente: Teojama Comercial S.A.
Elaboración BWR
Proyecciones ajustadas por BWR. Crecimientos anuales.
*Datos de abril anualizados

Es claro que la menor dinámica del mercado automotriz ha afectado la generación de la compañía. En la calificación inicial se esperaba que para finales del 2016 existiera un caída del EBITDA del 26% con relación a 2015, sin embargo, con base en las cifras a abril, en las nuevas estimaciones de la empresa y el comportamiento actual del mercado, proyectamos que la contracción sea significativamente mayor (42.6% anual).

Además, esperamos que el peso de los egresos operativos sobre el total de ventas aumente debido a un mayor gasto depreciación y una contribución impositiva de la empresa por el terremoto. Adicionalmente existe un componente fijo en los gastos, el cual no se puede diluir tan fácilmente ante una caída en ventas.

Para 2017 se espera una recuperación paulatina tomando en cuenta también los menores gastos operativos en relación a las ventas.

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 de cada período le ha otorgado una cierta flexibilidad para enfrentar circunstancias adversas de mercado.

La cobertura del gasto financiero disminuye de manera importante a la fecha de corte y esperamos que dicha relación se presione aún más (2.8 veces) para finales del año. Lo anterior se da principalmente por una generación operativa más limitada y mayores gastos operativos. No obstante es importante señalar que el flujo de caja operativo (CFO) podría cubrir con mayor holgura dicho gasto (4.1 veces) debido a una liberación de capital de trabajo, consecuencia de la menor generación.

Estructura del Balance

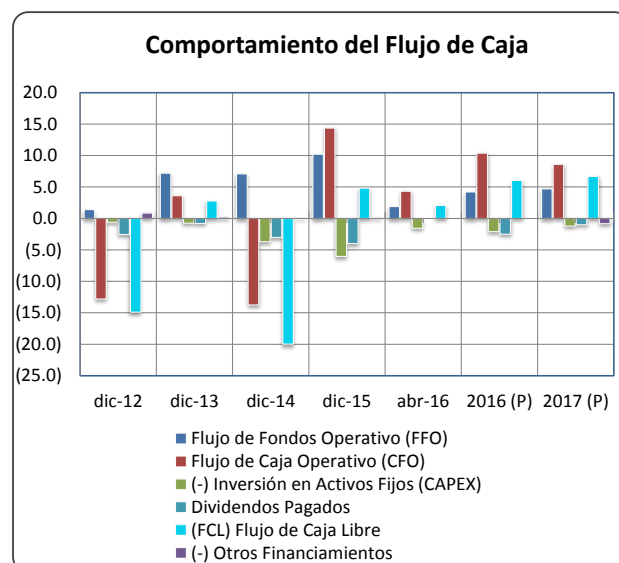
	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	abr-16
Total Activo Corriente	57%	59%	60%	55%	56%
Fondos Disponibles e Inv. Temporales	1%	4%	2%	3%	4%
CxC Comerciales	28%	33%	35%	36%	35%
Inventarios Neto	25%	20%	21%	14%	15%
Otras cuentas por cobrar	0%	0%	0%	0%	0%
Gastos anticipados y otros	3%	3%	3%	3%	2%
Total Activo No Corriente	43%	41%	40%	45%	44%
Propiedades	16%	16%	15%	18%	19%
Inversiones Emp. Relac.	0%	0%	0%	1%	1%
CxCobrar LP Comerciales	26%	24%	24%	26%	24%
CxCobrar LP Relacionadas	0%	0%	0%	0%	0%
Activos Diferidos	0%	0%	0%	0%	0%
Total Activo	100%	100%	100%	100%	100%

	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	abr-16
Total Pasivo Corriente	36%	42%	51%	48%	48%
Deuda Financiera CP	20%	24%	36%	31%	32%
Deuda Comercial	10%	9%	11%	12%	13%
Otros Pasivos CP	6%	9%	4%	5%	3%
Total Pasivo LP	9%	4%	1%	2%	2%
PATRIMONIO	55%	54%	47%	50%	50%
Total Pasivo y Patrimonio	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Teojama Comercial S.A.
Elaboración: BWR

TENDENCIAS

Gráfico 10



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

El comportamiento histórico del flujo de caja operativo (CFO) ha sido bastante volátil y en algunos periodos no ha sido suficiente para cubrir los requerimientos de capital de trabajo. En 2014, si bien el EBITDA fue muy similar al del año 2013, un incremento importante en la cartera y en el nivel de inventarios provocó un CFO negativo por USD 13.8 MM, además la compra de inventarios en ese año fue particularmente alta.

A diciembre del 2015 las menores ventas de la compañía permitieron una importante liberación de capital de trabajo explicada principalmente por la venta de inventario acumulado; de esta manera el CFO fue extraordinariamente alto. Otro factor clave que contribuyó a un mayor CFO fue un crecimiento del EBITDA en 38% (USD 12.7 MM en 2014 frente a USD 17.5 MM en 2015), ya que el menor nivel de ingresos fue compensado con un margen sustancialmente mejor al del 2014.

La generación de la empresa en 2015 se utilizó para realizar inversiones en CAPEX por USD 6 MM, relacionadas principalmente a proyectos de expansión en talleres. Adicionalmente se realizó un pago de dividendos por USD 4 MM. A pesar de que ambas salidas de efectivo fueron altas y superiores a lo proyectado en la calificación inicial, la compañía logró cerrar el 2015 con un Flujo de Caja Libre (FCL) positivo de USD 4.8 MM.

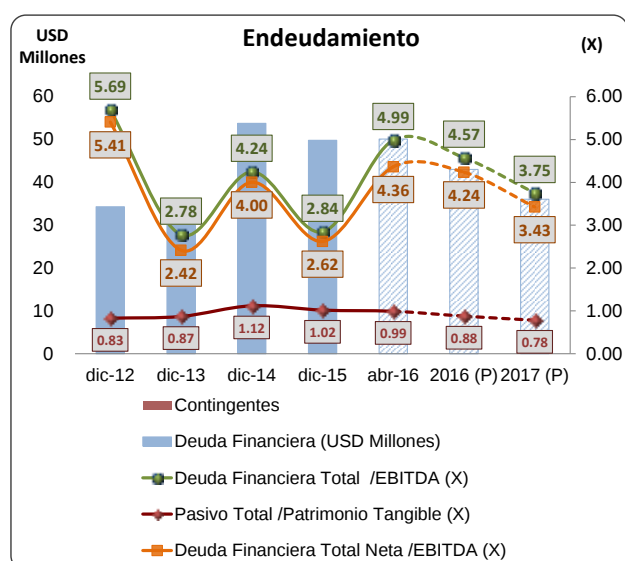
Entendemos que la naturaleza del negocio permite liberar capital de trabajo en épocas de contracción de ventas y reducción del EBITDA. Esta liberación de recursos, mitiga el riesgo de los mayores niveles de endeudamiento en relación al EBITDA ya que se

FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y

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. Es por esto que prevemos que para finales del presente año el CFO podría llegar a aproximadamente USD 10 MM. Por su lado esperamos que el FCL después de las inversiones previstas de CAPEX y el pago de dividendos proyectado sea de USD 6 MM.

Cabe mencionar que dicho mitigante se concreta siempre y cuando el flujo sea utilizado en reducir deuda financiera, que es lo que el emisor espera realizar.

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.

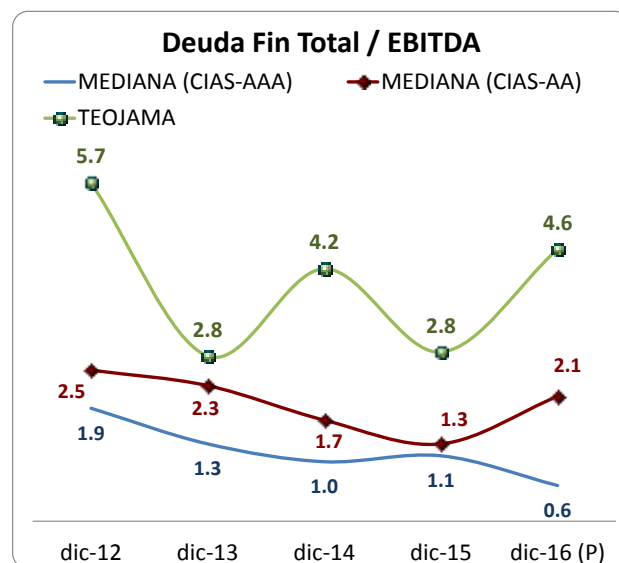
En el año 2012 los niveles de deuda llegaron a 5.69 veces el EBITDA tanto porque la generación en ese año fue pequeña como por que requirieron financiar inventarios por cambio en el modelo por parte de Hino. En el año 2013 el indicador mejora significativamente a 2.78 veces gracias al incremento del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

Por su lado en 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 redujo a 2.84 veces. No obstante y por las razones expuestas a lo largo del informe, a abril-2016 este índice alcanza las 5 veces el EBITDA. Esperamos que para finales de año dicho indicador se reduzca ligeramente tomando en cuenta un menor nivel de deuda en relación al EBITDA.

Gráfico 12



Elaboración: BWR
Proyecciones ajustadas por BWR.

El emisor continúa manteniendo un nivel de deuda que en relación a su generación no compara favorablemente con otras empresas con la misma calificación. Se esperaba que durante la vigencia de la emisión el emisor consiguiera mantener los niveles de endeudamiento del 2015 o al menos que estos se mantuvieran por debajo del mostrado en el 2014, pero el impacto del entorno económico en su mercado fue más fuerte que el proyectado.

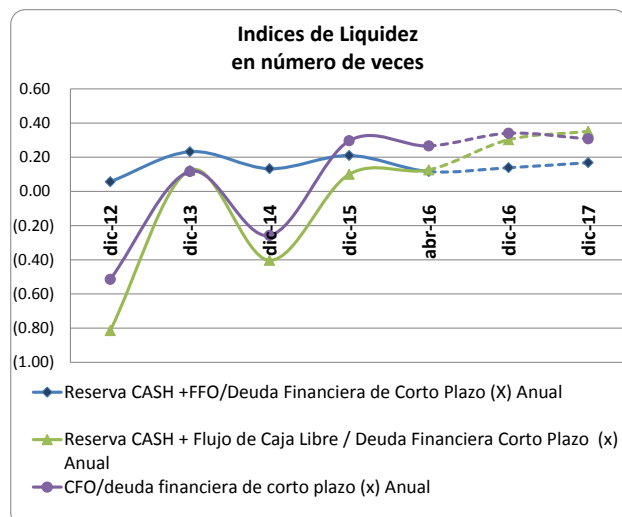
La empresa requiere endeudamiento principalmente para financiar a sus clientes, a través de créditos con plazos de hasta 48 meses. El patrimonio de la empresa cubre la totalidad de los activos de largo plazo, incluida la cartera comercial, y una porción del activo corriente. El financiamiento a proveedores por su parte está alineado con el saldo actual de inventarios. Por último la deuda financiera actual (USD 50.1 MM) mantiene un monto similar al de la porción corriente de la cartera comercial otorgada (USD 54MM).

Por este motivo, se considera como mitigante el flujo de recuperación de la cartera comercial de corto plazo, que en un escenario de contracción

debería liberar recursos importantes para disminuir el endeudamiento. Luego del pico proyectado para este año, el endeudamiento debería mostrar una tendencia a reducirse.

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 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 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 50% y un 60% 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 local e internacional.

Es importante mencionar que de acuerdo a conversaciones con el emisor esperamos que alrededor de USD 12 MM de la deuda bancaria y los USD 10 MM del papel comercial que mantiene actualmente la empresa, sean refinanciados hacia el largo plazo en este año. Esto se realizaría a través de la emisión de obligaciones existente y a través de negociaciones que Teojama ya ha realizado con distintas instituciones financieras. Este hecho mejorará la estructura de capital y la liquidez del emisor frente a los niveles actuales, actuando también como mitigante del mayor nivel de endeudamiento.

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	abr-16
Activo Líquido (USD M)	6,251.04
Activo Ajustado (USD M)	153,761.09
Activo Total (USD M)	154,593.07

abr-16					
Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activos Líquidos (veces)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	2,525	2,525	2.48	60.90
2da	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	1,787	4,312	1.45	35.66
3era	Deuda sin garantía específica de balance	72,781	77,093	0.08	1.99
TOTAL		77,093	77,093	0.08	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 59% de los mismos representa la cartera de créditos que está garantizada por la unidad comprada; tiene una morosidad a la fecha de alrededor del 4.5%, sin embargo se espera que los niveles de morosidad aumenten en al menos 1pp para finales del año. La cartera con probabilidad de pérdida está provisionada adecuadamente de acuerdo al criterio de la administración y representa cerca del 1% del total de la cartera.

Un 56% de los activos son exigibles dentro de un año, del total de activos la cartera de corto plazo representa el 35% y luego inventarios con 15% (neto de lo provisionado por obsolescencia); salvo lo expuesto, los activos son de buena calidad. El 44% restante representa principalmente la cartera de largo plazo con 24% y el activo fijo con 19%. 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.

En función del certificado con corte abril del 2016 entregado por el emisor, podemos afirmar que el emisor cumple con los resguardos de las dos emisiones.

Por último hemos recibido la certificación por parte del emisor en cuanto a los activos susceptibles de constituirse en garantía general, y su relación con las emisiones en circulación, donde se indica que cumple con los requisitos de Ley.

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.

A continuación se encuentra un cuadro de la liquidez o circulante de los dos últimos meses:

	mar-16	abr-16
ACTIVO CORRIENTE	76,704	86,335
PASIVO CORRIENTE	73,942	73,486
INDICADOR LIQUIDEZ GENERAL	1.0	1.2

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
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.

TEOJAMA COMERCIAL					
(Miles de USD)	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	abr-16
Resumen de Resultados					
Ventas	97,802	108,677	121,328	110,377	23,521
% crecimiento	-7.8%	11.1%	11.6%	-9.0%	-30.9%
MARGEN BRUTO (%)	15.4%	18.3%	16.3%	22.3%	28.1%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	6,024	12,523	12,666	17,510	3,349
MARGEN EBITDA (%)	6.2%	11.5%	10.4%	15.9%	14.2%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	6,024	12,523	12,666	17,510	3,349
MARGEN EBITDAR (%)	6.2%	11.5%	10.4%	15.9%	14.2%
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	7,203	11,961	11,520	16,330	3,147
MARGEN EBIT (%)	7.4%	11.0%	9.5%	14.8%	13.4%
Gasto Financiero del período	-2,813	-2,898	-2,933	-3,738	-992
Impuestos a la renta	-1,792	-2,414	-2,636	-3,570	-460
UTILIDAD NETA	3,768	7,423	6,433	9,482	956
Resumen Balance					
Caja y Equivalentes de Caja	1,725	4,542	3,059	3,901	6,251
Cuentas por Cobrar Comerciales	66,190	72,729	88,139	95,708	91,742
Inventarios	29,825	25,722	31,168	22,022	22,430
Cuentas por Pagar Proveedores	11,820	11,436	17,167	18,149	19,898
Deuda Financiera Total	34,297	34,788	53,764	49,798	50,093
Otros Pasivos	8,794	12,497	8,081	9,690	6,549
Patrimonio	66,750	68,030	71,313	77,097	78,053
Patrimonio Tangible	66,154	67,471	70,608	76,265	77,221
Resumen Flujo de Caja					
EBITDA OPERATIVO	6,024	12,523	12,666	17,510	3,349
(-) Gasto Financiero del período	-2,813	-2,898	-2,933	-3,738	-992
(-) Impuesto a la renta del período	-1,792	-2,414	-2,636	-3,570	-460
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período(ingreso manual diferenciando de total div pagados	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	1,418	7,211	7,097	10,202	1,897
(-) Variación Capital de Trabajo	-14,224	-3,583	-20,848	4,187	2,440
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	-12,806	3,628	-13,751	14,389	4,337
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	1,062	688	462	451	96
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	0	0	-835
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	0	0	0	0	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-2,558	-800	-3,000	-4,000	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-591	-742	-3,688	-6,014	-1,542
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	0	0	0	0	0
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-14,894	2,775	-19,977	4,826	2,055
Margen de Flujo de Caja Libre %	-15.2%	2.6%	-16.5%	4.4%	8.7%
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	10,025	-184	18,976	-3,966	295
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	854	226	-42	109	0
OTRAS INVERSIONES NETO	0	0	-440	-127	0
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	-4,015	2,818	-1,484	842	2,350
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	5,744	1,725	4,542	3,059	3,901
Indicadores					
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	1.50	3.49	3.42	3.73	2.91
EBITDAR/cargos fijos(gasto financiero y cuota leasing del periodo)(x)	2.14	4.32	4.32	4.68	3.38
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	2.14	4.32	4.32	4.68	3.38
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	5.69	2.78	4.24	2.84	4.99
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	5.41	2.42	4.00	2.62	4.36
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	34%	34%	43%	39%	39%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (x) Anual	0.06	0.23	0.13	0.21	0.12
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	(0.51)	0.12	(0.26)	0.30	0.27
Reserva CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(0.81)	0.12	(0.40)	0.10	0.13
Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	(0.60)	0.09	(0.37)	0.10	0.13

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 no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. La asignación, publicación o diseminación de una calificación de BANKWATCH RATINGS no constituye el consentimiento de BANKWATCH RATINGS a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo la normativa vigente. Todos los derechos reservados. .

©® BankWatch Ratings 2016.