

Ecuador  
Emisión de Obligaciones  
Segundo 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 de 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<br>(diciembre) | 2016<br>(octubre) |
|------------------------------------|---------------------|-------------------|
| Activos                            | 154,734             | 155,953           |
| Ventas                             | 110,377             | 64,183            |
| Margen EBITDA (%)                  | 15.9%               | 10.8%             |
| ROE (%)*                           | 12.8%               | 1.3%              |
| Deuda /Capitalización (%)          | 39.2%               | 46.4%             |
| CFO / Deuda Fin CP (X)             | 0.30                | 0.08              |
| Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X) | 0.10                | -0.17             |
| Deuda Financiera Total /EBITDA (x) | 2.84                | 7.41              |
| Deuda Financiera Total /FFO (x)    | 4.88                | 18.64             |

Fuente: Teojama Comercial S.A.  
Elaboración BWR

Contactos:

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

Andrés F Crespo  
(5932) 226 9767 ext. 113  
[acrespo@bwratings.com](mailto: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 calificadoradora 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. Sin embargo, Teojama ha tenido un mejor comportamiento que otras empresas del sector de camiones y buses.

El emisor ha mantenido tradicionalmente resultados operativos positivos derivados tanto de su operación comercial como del financiamiento relacionado. Al contrario que en 2015, donde el crecimiento del EBITDA fue importante a pesar de la contracción en ventas, en el 2016 se espera que el EBITDA se reduzca en mayores niveles a los esperados inicialmente, debido a las condiciones del entorno.

La menor generación y la salida de recursos por pagos de impuestos y dividendos a sus accionistas hacen que el endeudamiento en relación a la generación se incremente significativamente, superando las proyecciones analizadas originalmente. La empresa mantiene como principal mitigante al mayor endeudamiento, un importante nivel patrimonial, que financia cerca de la mitad de los activos y refleja el compromiso de su accionista con el negocio.

Las necesidades de financiamiento del emisor provienen principalmente de su política de otorgar créditos directos para la compra de los vehículos que comercializa. La cartera representa 1.4 veces el saldo de la deuda financiera total, y su porción corriente cubre en 106% la deuda financiera corriente. Lo anterior mitiga su riesgo de crédito.

Adicionalmente, la calificación considera el hecho de que hasta enero-2017 el emisor incorporará a esta emisión una garantía específica consistente en un fideicomiso en garantía con cartera automotriz originada por la empresa, la cual le otorgará a estos valores una mejor cobertura como segunda fuente de pago que la de las obligaciones con garantía general.

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.

La calificación podría verse afectada si el nivel de endeudamiento del emisor se incrementa sobre las expectativas actuales, o si la instrumentación de la garantía específica antes anotada no se concluye dentro del plazo antes indicado.

**CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN CALIFICADA**

| V Emisión de Obligaciones |  |                  |
|---------------------------|--|------------------|
| Emisor:                   | TEOJAMA COMERCIAL S.A                                |                  |
| Monto Total Emisión       | 12,000,000.00  |                  |
| No. de Resolución         | SCVS.IRQ.DRMV.2016.0440                              |                  |
|                           | Clase B1   | Clase B2         |
| Monto                     | 6,000,000  | 6,000,000        |
| Monto Colocado:           | 6,000,000  | 6,000,000        |
| Monto en Circulación:     | 5,000,000  | 4,500,000        |
| 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  | 12-may-16        |
| Fecha Vencimiento:        | 30-mar-19  | 12-may-18        |
| Garantía:                 | General  | 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.                       |                  |

**GARANTÍA ESPECÍFICA POR INSTRUMENTARSE**

Considerando la coyuntura del mercado automotor actual y como esta ha repercutido en el desempeño de la empresa, Teojama Comercial S.A ha optado por entregar una garantía adicional de USD 10.93 MM de su cartera automotriz a un Fideicomiso que será administrado por la empresa Fiducia S.A. Dicha garantía que incorporará al menos un 10% de sobrecolateral respecto a los valores en circulación tendrá el fin de fortalecer la posición crediticia de la emisión.

Esta garantía tendrá las siguientes condiciones:

1. Teojama Comercial S.A. aportará a un Fideicomiso creado para el efecto pagarés que respaldan operaciones de crédito automotriz otorgadas por la empresa a sus clientes, que en conjunto cumplan con la cobertura antes indicada.
2. Dicha transacción se perfeccionará a través del endoso de los pagarés, y en caso de incumplimiento por parte del emisor, se trasladará también la prenda especial de comercio de estas operaciones.
3. Fiducia S.A. delegará el manejo de la gestión de cobro de esta cartera a Teojama Comercial S.A.

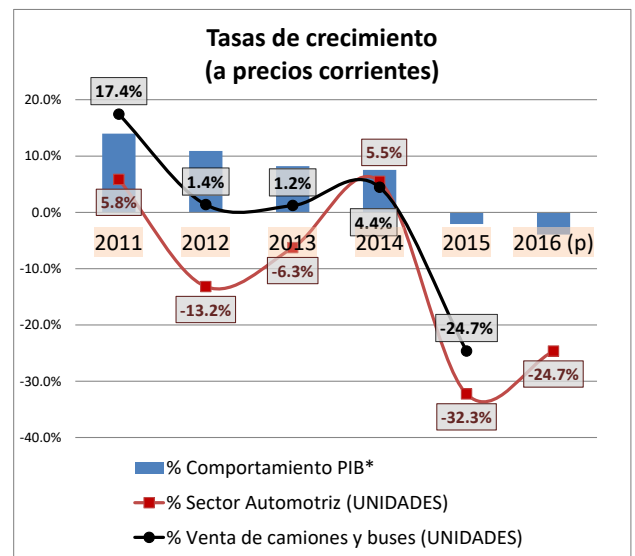
4. Con el fin de tener una cartera siempre vigente, mensualmente se hará una revisión (o canje de cartera) para cumplir el monto de cobertura.

**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 dicho 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 diciembre del 2016 se dejen de percibir unos 313 millones de dólares debido a la reducción de la venta de 21.000 vehículos<sup>1</sup>. Por lo anterior se prevé que para finales de este año se hayan vendido aproximadamente 61.26 M unidades. Con datos oficiales al mes de octubre-2016 se han vendido 50.38 M unidades cuando a octubre-2015

1

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

se vendieron 70.9 M unidades, lo que refleja una importante caída en unidades del 29%.

Además de las regulaciones y la coyuntura macroeconómica actual, a inicios de año se redujeron los créditos de consumo, los cuales afectan directamente a la demanda de vehículos, por una menor liquidez de la economía, la cual se ha ido regularizando paulatinamente.

La venta de vehículos atraviesa el peor momento de la última década. En el 2015 hubo una contracción por los cupos de importación. Hoy, en cambio, el problema radica fundamentalmente en la demanda.<sup>2</sup>

La industria del mercado automotor que nos compete en este análisis es la del subsector de buses y camiones. Como se puede apreciar en el **gráfico 1** la industria de buses y camiones también sufrió en 2015 una contracción pero en menor proporción que el mercado automotor en general.

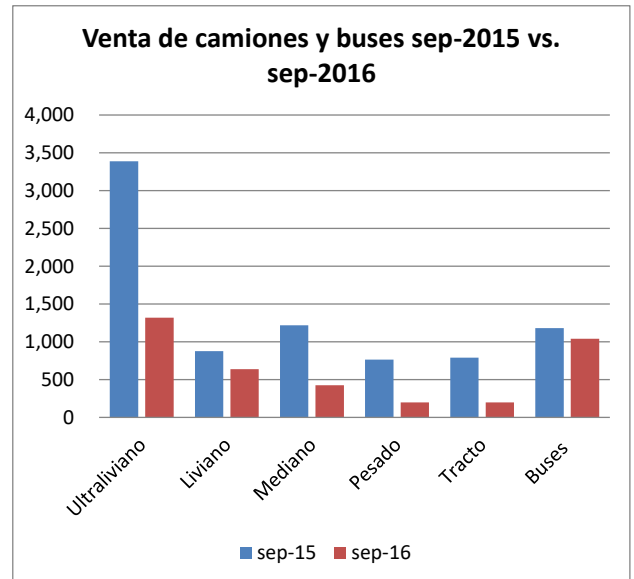
El comportamiento de las ventas de los buses se afectó en menor medida principalmente por una renovación del parque nacional de buses, además de que estos no están afectados por las salvaguardias arancelarias

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 septiembre-2016 y según información de la AEADE las ventas en el segmento de pesados (Camiones y Buses) evidencian una caída del -53.4%. Específicamente el segmento de Camiones posee la caída porcentual en ventas más alta (-60.4%) comparada con los otros segmentos incluido livianos.

En el **gráfico 2** se muestra el comportamiento que han tenido las ventas de los diferentes tipos de camiones y de los buses, donde se aprecia la importante caída que han tenido los diferentes subsegmentos de camiones y en menor medida de buses.

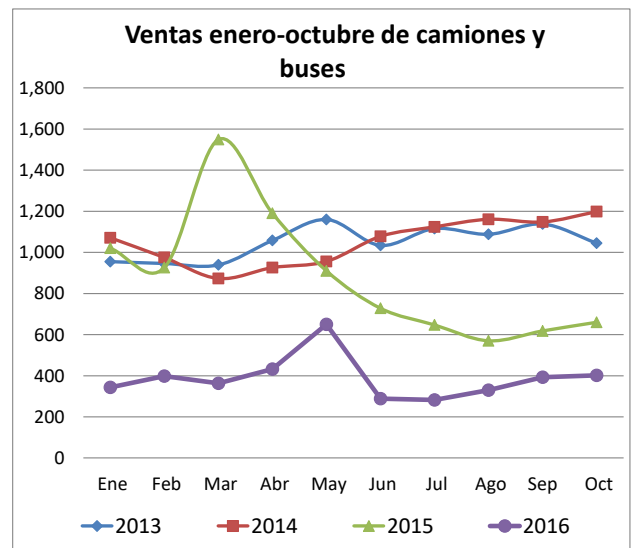
**Grafico 2**



Fuente: AEADE  
Elaboración BWR

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 octubre de cada año.

**Grafico 3**



Fuente: AEADE  
Elaboración BWR

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

<sup>2</sup> [http://www.elcomercio.com/actualidad/ecuador-venta-vehiculos-economia-negocios.html#.V17MBcc\\_tOs.email](http://www.elcomercio.com/actualidad/ecuador-venta-vehiculos-economia-negocios.html#.V17MBcc_tOs.email)



de la balanza de pagos. Además consideramos que la industria automotriz podría seguir presentando decrecimientos tomando en cuenta las condiciones macroeconómicas que aún son inciertas para el 2017.

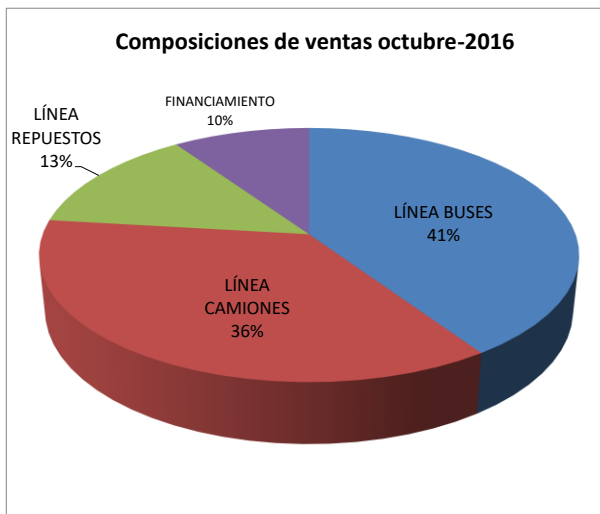
**PERFIL DE LA COMPAÑÍA**

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 mantiene un posicionamiento importante en los segmentos en los que participa.

Teojama cuenta con once 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:

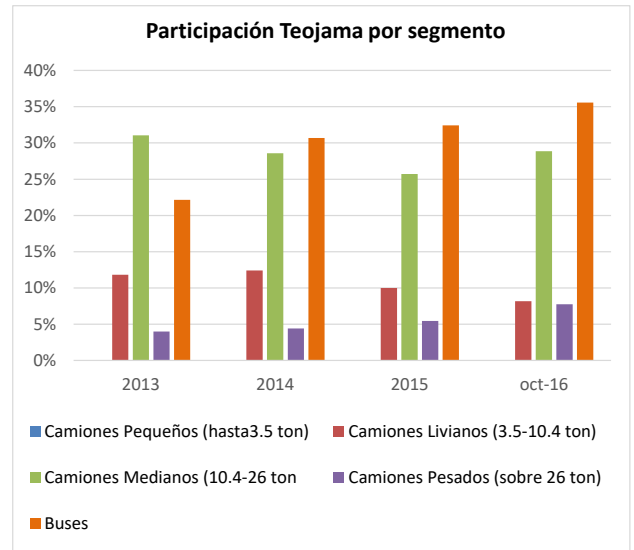
**Gráfico 4**



Fuente: Teojama Comercial S.A.  
Elaboración BWR

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

**Gráfico 5**



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

Es importante destacar que Teojama ha aumentado su participación de mercado en los segmentos más importantes en términos de ventas (buses y camiones medianos).

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 29% y 36% 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 adicional, que ha sido superior al gasto financiero que genera el financiamiento del negocio, al menos en 1.9 veces. Lo anterior indica que el crédito que concede Teojama Comercial S.A. ha contribuido positivamente al negocio.

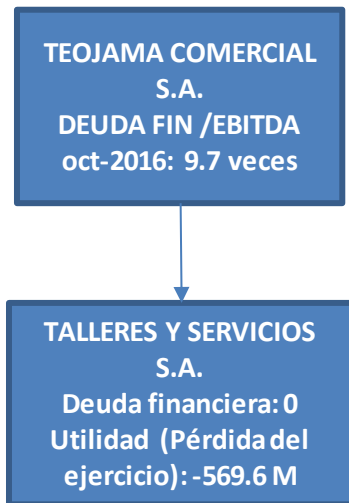
El riesgo de tipo de cambio generado por el origen de los productos se mitiga parcialmente a través del uso de forwards para los productos que se importan directamente del Japón (buses) para los



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 utilidades negativas; a pesar de ello, el EBITDA en el balance consolidado (dic-2015) 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 monto no es representativo. La segunda inversión 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.

**ACCIONISTAS Y SOPORTE**

Al 31 de octubre de 2016 el patrimonio de Teojama suma USD 71.5 MM, de los que el 63% 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.

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 octubre 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 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. 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 como consecuencia de las complicadas condiciones del sector automotriz y de macroentorno en general.

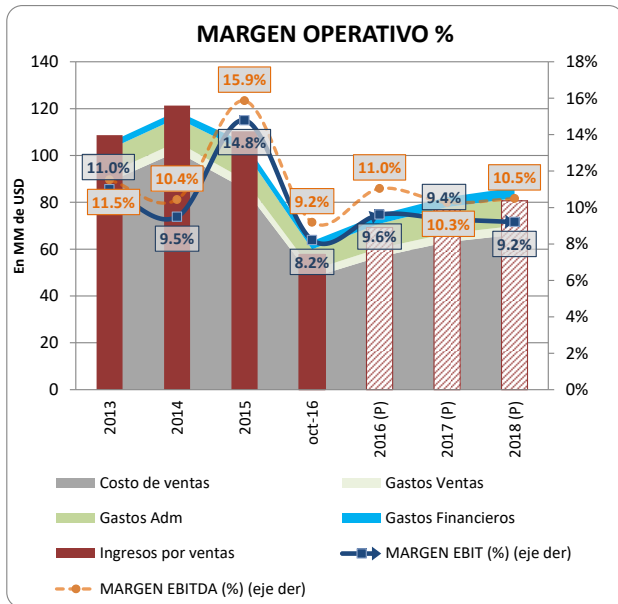
A octubre-2016 y tomando en cuenta la menor dinámica del mercado automotor existe una disminución anual en las ventas de Teojama mayor a la esperada en el anterior seguimiento; tanto en unidades (-42.3%) como en dólares (-40.3%). Para finales del presente año esperamos que las ventas sean aproximadamente de USD 69.2 MM, o 37.3% menos que el 2015. Se prevé que dicho decrecimiento será menor al presentado hasta octubre, debido principalmente a mayores ventas por renovaciones de buses previstas en la ciudad de Guayaquil.

Cabe mencionar que los decrecimientos tanto en dólares como en unidades han sido menores frente a su competencia y al mercado de camiones y buses. La generación operativa de Teojama 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.

Además, considerando las inversiones en la línea de talleres que ha realizado la compañía, se espera

una contribución adicional al total de ingresos por este concepto.

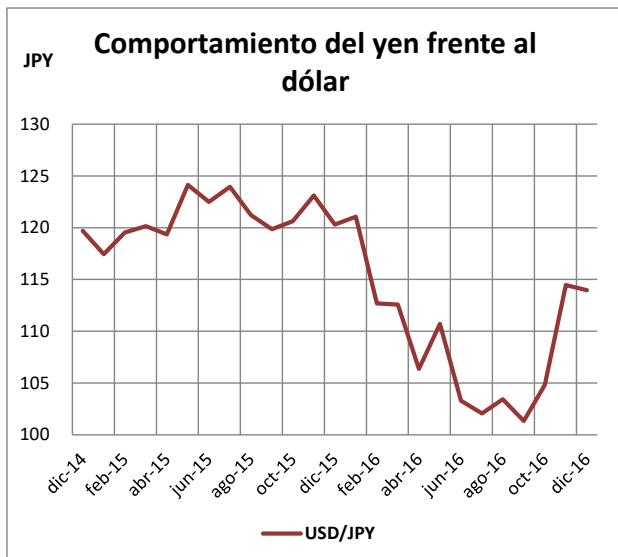
**Gráfico 6**



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

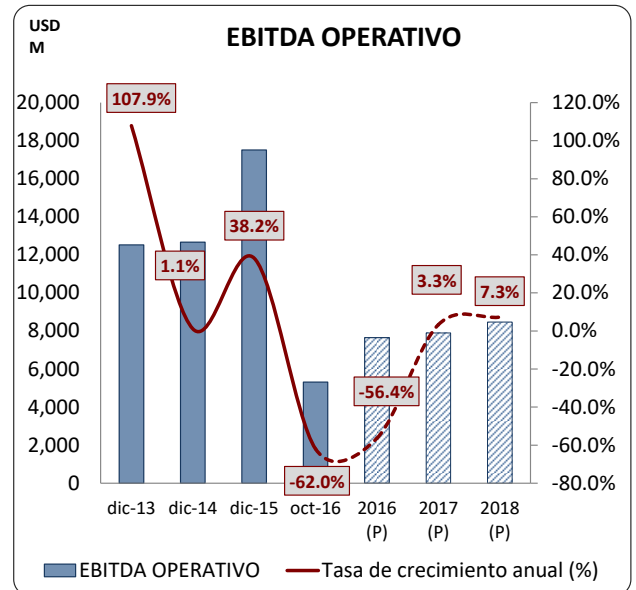
**Gráfico 7**



Fuente: [www.investing.com](http://www.investing.com) Elaboración: BWR

No obstante, a octubre del presente año existe un deterioro significativo del margen bruto (17.1% frente a 22.1% de octubre-2015) derivado especialmente de una revaluación del yen frente al dólar. Esperamos que hasta fin de año el margen bruto mejore ligeramente puesto que el inventario actual se compró a un tipo de cambio más favorable. Además, como se puede apreciar en el gráfico 7, el yen se ha devaluado en los últimos 2 meses del año.

**Gráfico 8**



Fuente: Teojama Comercial S.A.  
Elaboración BWR  
Proyecciones ajustadas por BWR. Crecimientos anuales.  
\*crecimiento de octubre-2016 es anual.

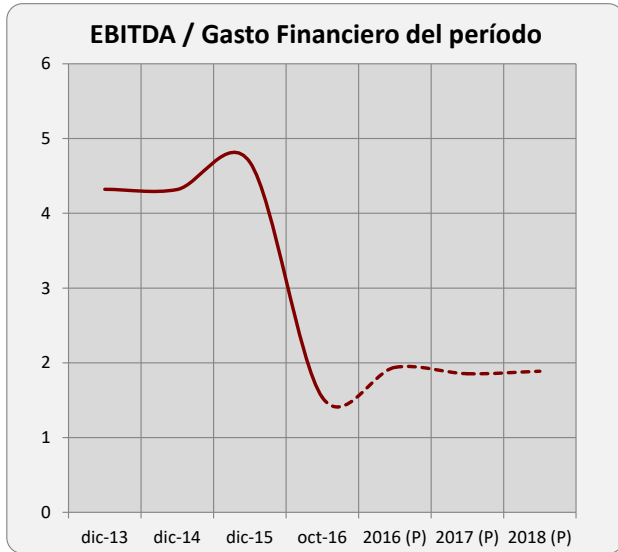
Es claro que la menor dinámica del mercado automotriz ha afectado la generación de la compañía. En el seguimiento anterior se esperaba que para finales del 2016 existiera un caída del EBITDA del 46.3% con relación a 2015, sin embargo, con base en las cifras a octubre, en las nuevas estimaciones de la empresa y el comportamiento actual del mercado, proyectamos que la contracción sea significativamente mayor (56.4% anual).

Además, esperamos que el peso de los egresos operativos sobre el total de ventas aumente debido al 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 mayores ingresos por las venta de vehículos, especialmente por renovaciones importantes de buses.



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.

No obstante la cobertura del gasto financiero disminuye de manera importante a la fecha de corte y esperamos que dicha relación se mantenga en niveles similares (1.9 veces) para finales del año. Lo anterior se da principalmente por una generación operativa más limitada y un mayor nivel de endeudamiento.

**Estructura del Balance**

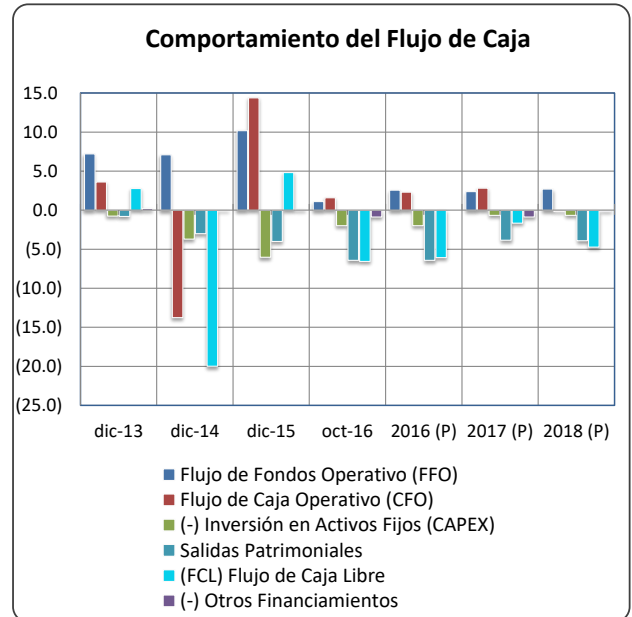
|                                  | dic-12      | dic-13      | dic-14      | dic-15      | oct-16      |
|----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Total Activo Corriente</b>    | 57%         | 59%         | 60%         | 55%         | 57%         |
| Fondos Disponibles               | 1%          | 4%          | 2%          | 3%          | 5%          |
| CxC Comerciales                  | 28%         | 33%         | 35%         | 36%         | 35%         |
| Inventarios Neto                 | 25%         | 20%         | 21%         | 14%         | 13%         |
| Otras cuentas por cobrar         | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          | 1%          |
| Gastos anticipados y otros       | 3%          | 3%          | 3%          | 3%          | 3%          |
| <b>Total Activo No Corriente</b> | 43%         | 41%         | 40%         | 45%         | 43%         |
| 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%          |
| <b>Total Activo</b>              | <b>100%</b> | <b>100%</b> | <b>100%</b> | <b>100%</b> | <b>100%</b> |

|                                  | dic-12      | dic-13      | dic-14      | dic-15      | oct-16      |
|----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Total Pasivo Corriente</b>    | 36%         | 42%         | 51%         | 48%         | 44%         |
| Deuda Financiera CP              | 20%         | 24%         | 36%         | 31%         | 30%         |
| Deuda Comercial                  | 10%         | 9%          | 11%         | 12%         | 10%         |
| Otros Pasivos CP                 | 6%          | 9%          | 4%          | 5%          | 3%          |
| <b>Total Pasivo LP</b>           | 9%          | 4%          | 1%          | 2%          | 10%         |
| <b>PATRIMONIO</b>                | 55%         | 54%         | 47%         | 50%         | 46%         |
| <b>Total Pasivo y Patrimonio</b> | <b>100%</b> | <b>100%</b> | <b>100%</b> | <b>100%</b> | <b>100%</b> |

Fuente: Teojama Comercial S.A.  
Elaboración: BWR

**FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y 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.

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 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.

Se debe considerar que la recuperación mensual de la cartera comercial, que a octubre-2016 tiene un saldo USD 85.9 MM, constituye una fuente adicional de flujo que mitiga parcialmente el alto endeudamiento de la empresa. No obstante pese a la contracción de ventas, dicha liberación de cartera se vio neutralizada en este año con la variación de otros rubros del capital de

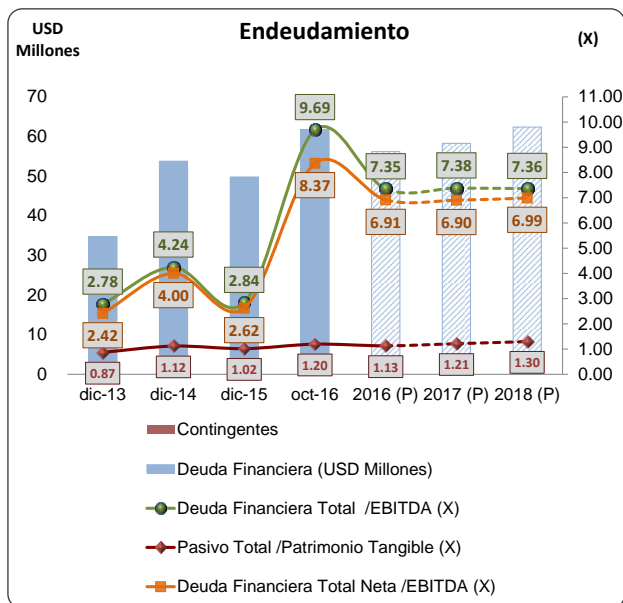
trabajo, por lo cual hacia fines de año no se espera una importante liberación de recursos por este concepto.

Además, a la fecha de corte existieron salidas patrimoniales por USD 6.4 MM de las cuales USD 5.2MM fueron dividendos y USD 1.2MM contribuciones al terremoto ocurrido en abril del presente año. Esto sumado a las inversiones en CAPEX (USD 2 MM) provocaron un flujo de caja libre (FCL) negativo de USD 6.5MM. De esta manera la empresa requirió aumentar la deuda en USD 12MM.

Es importante mencionar que en el anterior seguimiento estaban previstas salidas patrimoniales menores, lo cual influye también en que el emisor mantenga a la fecha una menor flexibilidad financiera a la esperada inicialmente.

Por otro lado y tomando en cuenta la disminución en la generación, la dinámica de la cartera comercial y las inversiones en CAPEX proyectamos flujos de caja libres negativos para los siguientes periodos como se puede observar en el gráfico 10.

**Gráfico 11**



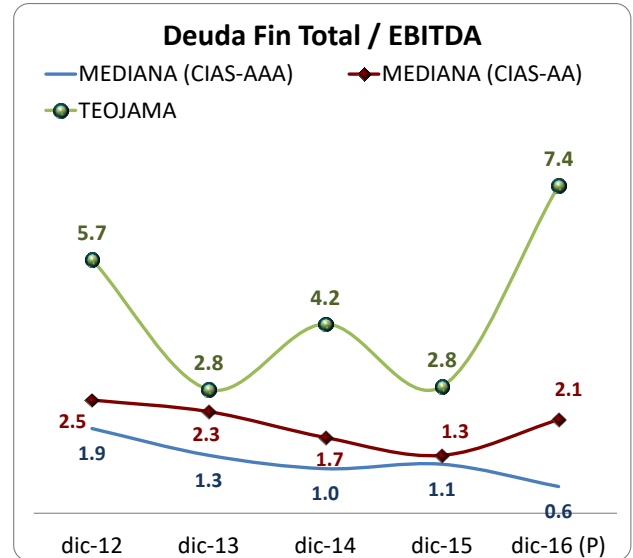
Fuente: Teojama Comercial S.A.  
Elaboración: BWR  
Proyecciones ajustadas por BWR

Los niveles de endeudamiento de Teojama 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.

Durante el 2015, año particularmente bueno en márgenes y generación de EBITDA, la relación Deuda financiera Total sobre EBITDA fue de 2.84 veces. No obstante y por las razones expuestas a lo largo del informe, a octubre-2016 este índice alcanza las 9.7 veces el EBITDA. Esperamos que

para finales de año dicho indicador se reduzca ligeramente tomando en cuenta una mayor dinámica de ventas en los dos últimos meses del año y una ligera reducción del nivel de deuda.

**Gráfico 12**



Elaboración: BWR  
Proyecciones ajustadas por BWR.

El emisor continúa manteniendo un nivel de deuda elevado en relación a su generación, que no se compara favorablemente con otros emisores con calificaciones en el rango de AA. Se esperaba que hasta el 2018 el emisor consiguiera mantener niveles de endeudamiento entre 3.7 y 4.6 veces el EBITDA, sin embargo el impacto del entorno económico en su mercado y la decisión del pago de dividendos en este año no favorecieron financieramente a la empresa. Por estas razones esperamos que esta relación sea mayor a las 7 veces como se aprecia en el gráfico 11.

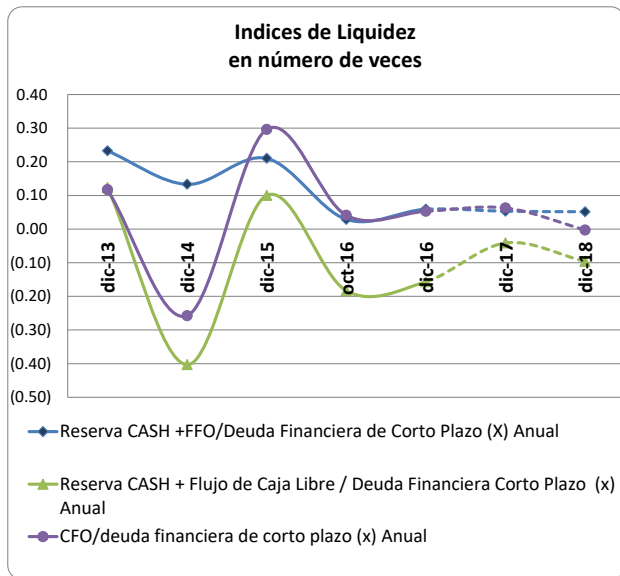
Como mitigante, se considera que las necesidades de financiamiento del emisor provienen principalmente de su política de otorgar créditos directos para la compra de los vehículos que comercializa. La cartera representa 1.4 veces el saldo de la deuda financiera total, y su porción corriente cubre en 106% la deuda financiera corriente.

Los vehículos se financian 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 pequeña porción del activo corriente.

La deuda financiera actual mantiene un calce relativo de plazos con la porción corriente de la cartera comercial otorgada, sin embargo desde el segundo semestre del año la deuda financiera ha aumentado en mayor proporción y esperamos que los próximos años dicha relación se presione.

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 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. 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.

La menor liquidez en el 2016 se explica principalmente por la contracción del negocio, sin embargo se considera como un mitigante parcial es que una porción de la deuda se reestructuró a largo plazo. Adicionalmente, el emisor espera mejorar la estructura de plazos de su pasivo a través de emisiones en el mercado de valores.

En el 2015 la empresa refinanció aproximadamente un 91% de su deuda financiera y esperamos que en 2016 y los próximos años la empresa requiera refinanciar su pasivo de corto plazo y conseguir financiamiento para cubrir sus requerimientos de flujos.

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

En este sentido, es importante indicar que

alrededor del 40% de la deuda financiera corresponde al financiamiento de sus importaciones de vehículos desde Colombia, cuyo fondeo proviene del banco colombiano de segundo piso Bancóldex, y se instrumenta a través de avales emitidos por instituciones financieras locales o sus filiales en el exterior. El plazo del financiamiento es de entre 12 y 13 meses, y por su estructura no depende de la disponibilidad de liquidez del sistema bancario local.

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          | oct-16     |
| Activo Líquido (USD M)  | 8,456.58   |
| Activo Ajustado (USD M) | 155,121.14 |
| Activo Total (USD M)    | 155,953.12 |

| oct-16       |   |                                       |                     |                                 |
|--------------|---|---------------------------------------|---------------------|---------------------------------|
| Prelación    | Descripción   | Pasivo + conting. Tributarios (USD M) | Pasivo Acum (USD M) | Cobert. Activo Ajustado (veces) |
| 1era         | Pasivos tributarios*, empleados e IESS                            | 3,124                                 | 3,124               | 49.65                           |
| 2nda         | Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria) | 50,653                                | 53,777              | 2.88                            |
| 3era         | Deuda sin garantía específica de balance                          | 40,428                                | 94,205              | 1.65                            |
| <b>TOTAL</b> |   | <b>94,205</b>                         | <b>94,205</b>       | <b>1.65</b>                     |

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 1.65 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 incluido en el prospecto de la emisión, el monto a emitirse 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 55% de los mismos representa la cartera de créditos que está garantizada por la unidad



comprada; de acuerdo al emisor esta tiene una morosidad a la fecha de alrededor del 6%. 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 57% de los activos son exigibles dentro de un año, del total de activos la cartera de corto plazo representa el 32% 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 de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 13 del capítulo III del Título III de la Codificación de Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores, la Ley de Mercado de Valores (Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero) y demás normas pertinentes.

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 últimos 9 meses:

|                           | Activo corriente | Pasivo corriente | Indicador Liquidez General |
|---------------------------|------------------|------------------|----------------------------|
| feb-16                    | 80,954           | 75,407           | 1.07                       |
| mar-16                    | 76,704           | 73,791           | 1.04                       |
| abr-16                    | 86,335           | 73,942           | 1.17                       |
| may-16                    | 80,885           | 73,486           | 1.10                       |
| jun-16                    | 80,558           | 76,825           | 1.05                       |
| jul-16                    | 86,283           | 78,439           | 1.10                       |
| ago-16                    | 88,962           | 68,114           | 1.31                       |
| sep-16                    | 82,974           | 66,622           | 1.25                       |
| oct-16                    | 88,218           | 68,261           | 1.29                       |
| <b>Promedio Semestral</b> |                  |                  | <b>1.18</b>                |

### 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 no mantiene operaciones a más de la que es objeto de esta calificación:

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



| <b>TEOJAMA COMERCIAL</b>  |         |         |         |         |        |
|---|---------|---------|---------|---------|--------|
| (Miles de USD)  | dic-12  | dic-13  | dic-14  | dic-15  | oct-16 |
| <b>Resumen de Resultados</b>  |         |         |         |         |        |
| Ventas  | 97,802  | 108,677 | 121,328 | 110,377 | 57,782 |
| % crecimiento   | -7.8%   | 11.1%   | 11.6%   | -9.0%   | -40.3% |
| MARGEN BRUTO (%)  | 15.4%   | 18.3%   | 16.3%   | 22.3%   | 17.1%  |
| EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)   | 6,024   | 12,523  | 12,666  | 17,510  | 5,312  |
| MARGEN EBITDA (%)   | 6.2%    | 11.5%   | 10.4%   | 15.9%   | 9.2%   |
| EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)   | 6,024   | 12,523  | 12,666  | 17,510  | 5,312  |
| MARGEN EBITDAR (%)  | 6.2%    | 11.5%   | 10.4%   | 15.9%   | 9.2%   |
| EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)  | 7,203   | 11,961  | 11,520  | 16,330  | 4,748  |
| MARGEN EBIT (%)   | 7.4%    | 11.0%   | 9.5%    | 14.8%   | 8.2%   |
| Gasto Financiero del período  | -2,813  | -2,898  | -2,933  | -3,738  | -3,457 |
| Impuestos a la renta  | -1,792  | -2,414  | -2,636  | -3,570  | -732   |
| UTILIDAD NETA   | 3,768   | 7,423   | 6,433   | 9,482   | 806    |
| <b>Resumen Balance</b>  |         |         |         |         |        |
| Caja y Equivalentes de Caja   | 1,725   | 4,542   | 3,059   | 3,901   | 8,457  |
| Cuentas por Cobrar Comerciales  | 66,190  | 72,729  | 88,139  | 95,708  | 91,072 |
| Inventarios   | 29,825  | 25,722  | 31,168  | 22,022  | 20,499 |
| Cuentas por Pagar Proveedores   | 11,820  | 11,436  | 17,167  | 18,149  | 16,147 |
| Deuda Financiera Total  | 34,297  | 34,788  | 53,764  | 49,798  | 61,786 |
| Otros Pasivos   | 8,794   | 12,497  | 8,081   | 9,690   | 6,556  |
| Patrimonio  | 66,750  | 68,030  | 71,313  | 77,097  | 71,464 |
| Patrimonio Tangible   | 66,154  | 67,471  | 70,608  | 76,265  | 70,632 |
| <b>Resumen Flujo de Caja</b>  |         |         |         |         |        |
| EBITDA OPERATIVO  | 6,024   | 12,523  | 12,666  | 17,510  | 5,312  |
| (-) Gasto Financiero del período  | -2,813  | -2,898  | -2,933  | -3,738  | -3,457 |
| (-) Impuesto a la renta del período   | -1,792  | -2,414  | -2,636  | -3,570  | -732   |
| (-) 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  | 1,123  |
| (-) Variación Capital de Trabajo  | -14,224 | -3,583  | -20,848 | 4,187   | 474    |
| CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)   | -12,806 | 3,628   | -13,751 | 14,389  | 1,596  |
| (+) ingresos no operativos que impliquen flujo  | 1,062   | 688     | 462     | 451     | 247    |
| (-) egresos no operativos que impliquen flujo   | 0       | 0       | 0       | 0       | 0      |
| (+) (-) 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  | -6,413 |
| (-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)  | -591    | -742    | -3,688  | -6,014  | -1,969 |
| (-) 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   | -6,539 |
| Margen de Flujo de Caja Libre %   | -15.2%  | 2.6%    | -16.5%  | 4.4%    | -11.3% |
| VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA   | 10,025  | -184    | 18,976  | -3,966  | 11,988 |
| OTROS FINANCIAMIENTO NETO   | 854     | 226     | -42     | 109     | -867   |
| 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     | 4,582  |
| SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)  | 5,744   | 1,725   | 4,542   | 3,059   | 3,901  |
| <b>Indicadores</b>  |         |         |         |         |        |
| FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)   | 1.50    | 3.49    | 3.42    | 3.73    | 1.32   |
| EBITDAR/cargos fijos(gasto financiero y cuota leasing del período)(x)   | 2.14    | 4.32    | 4.32    | 4.68    | 1.54   |
| EBITDA / Gasto Financiero del período (x)   | 2.14    | 4.32    | 4.32    | 4.68    | 1.54   |
| Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera  | 5.69    | 2.78    | 4.24    | 2.84    | 9.69   |
| Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financieræ  | 5.41    | 2.42    | 4.00    | 2.62    | 8.37   |
| Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)  | 34%     | 34%     | 43%     | 39%     | 46%    |
| Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual   | 0.06    | 0.23    | 0.13    | 0.21    | 0.03   |
| CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual   | (0.51)  | 0.12    | (0.26)  | 0.30    | 0.04   |
| Reserva CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual   | (0.81)  | 0.12    | (0.40)  | 0.10    | (0.18) |
| 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    | (0.17) |



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.