

Ecuador
Emisión de Obligaciones
Calificación Inicial

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 (diciembre)	2016 (noviembre)
Activos	154,734	156,360
Ventas	110,377	64,863
Margen EBITDA (%)	15.9%	9.2%
ROE (%)*	12.8%	1.6%
Deuda /Capitalización (%)	39.2%	45.9%
CFO / Deuda Fin CP (X)	0.30	0.04
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X)	0.10	-0.07
Deuda Financiera Total /EBITDA (x)	2.84	9.26
Deuda Financiera Total /FFO (x)	4.88	40.01

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

La 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.

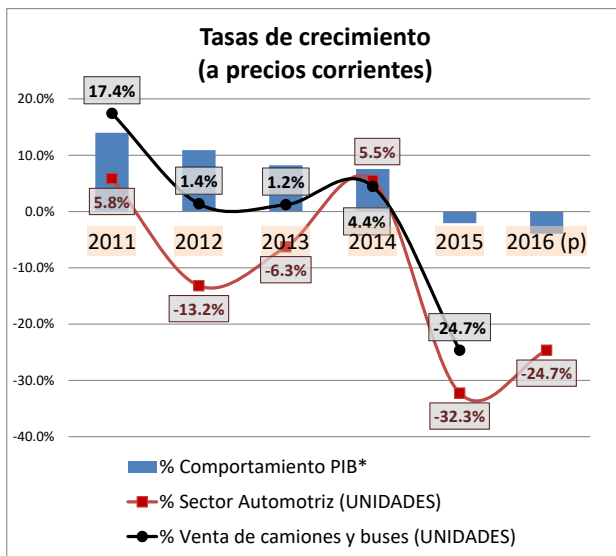
La calificación podría verse afectada si el nivel de endeudamiento del emisor se incrementa sobre las expectativas actuales.

CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN CALIFICADA

VI Emisión de Obligaciones			
Emisor:	TEOJAMA COMERCIAL S.A		
Monto Total Emisión	7,000,000.00		
	Clase A	Clase B	Clase C
Monto	500,000	1,500,000	5,000,000
Plazo:	720 días	1080 días	1440 días
Cupón de Interés:	Fija anual 8.00%	Fija anual 8.25%	Fija anual 8.50%
Pago de Interés:	Trimestral	Trimestral	Trimestral
Pago de Capital:	Al vencimiento	Trimestral	Trimestral
Garantía:	General		
Destino de la Emisión:	100% a capital de trabajo, el cual consistirá en actividades destinadas a financiar más plazo para clientes, mejorar términos y condiciones con proveedores tanto en el aprovisionamiento de inventarios como en plazos de pago de insumos.		
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.		

ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA

Gráfico 1



Fuente: BCE y AEADE
Elaboración: BWR

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).

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 vehículos¹. 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 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.²

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.

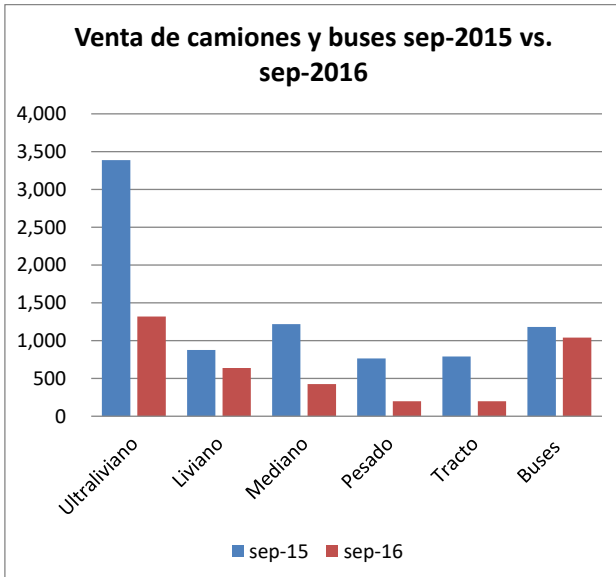
No obstante a septiembre-2016 y según información de la AEADE las ventas en el segmento de pesados (Camiones y Buses) evidencian una caída del -53.4%. Específicamente el segmento de Camiones posee la caída porcentual en ventas más alta (-60.4%) comparada con los otros segmentos incluido livianos.

¹ <http://www.eluniverso.com/noticias/2015/10/07/nota/5171534/21000-vehiculos-se-dejan-vender-crisis-economica>

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

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.

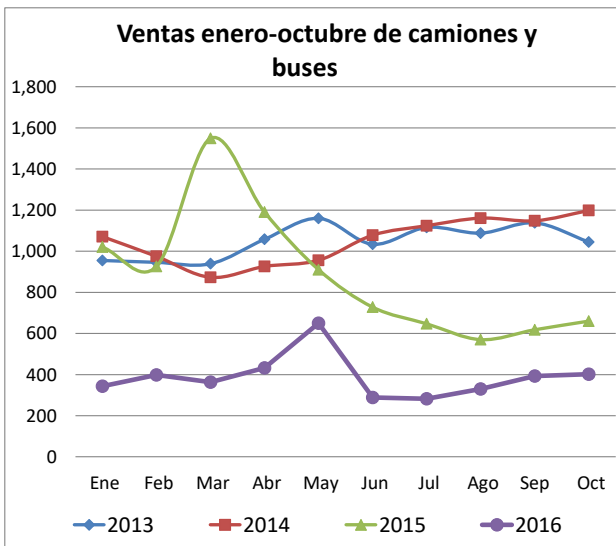
Gráfico 2



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.

Gráfico 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 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.

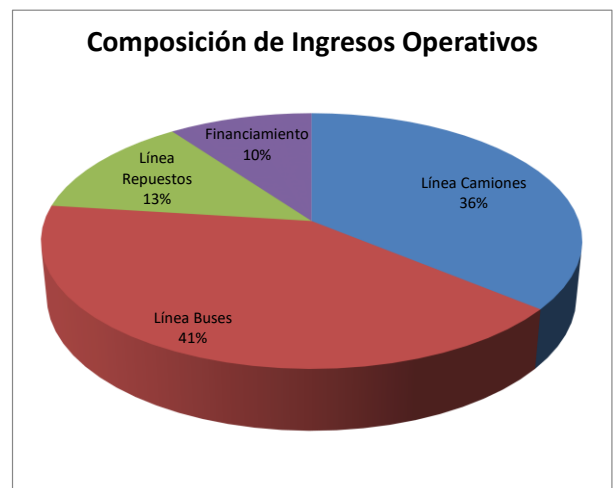
PERFIL DE LA COMPAÑÍA

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

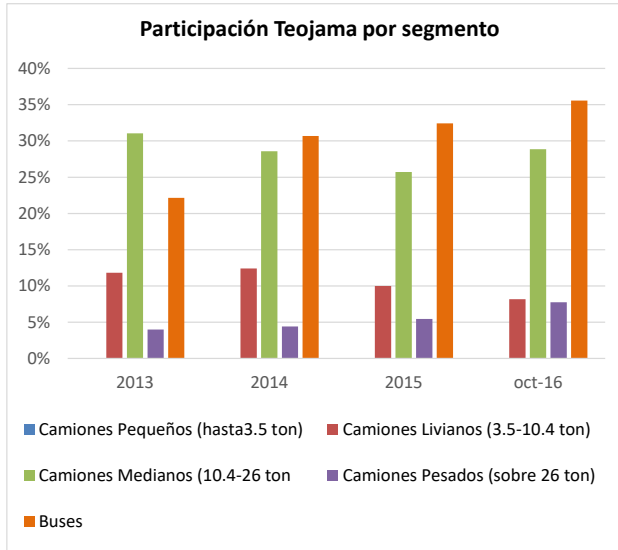


Fuente: Teojama Comercial S.A.
Elaboración BWR

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.

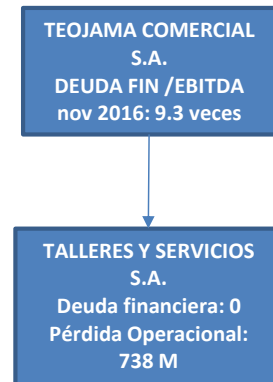
Otra de las herramientas de Teojama Comercial S.A. para enfrentar la competencia del mercado es el crédito que ofrece a sus clientes. La empresa otorga crédito directo mitigando el impacto en sus ventas de la contracción del crédito en el sistema financiero. El crédito directo a más de representar una 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 noviembre de 2016 el patrimonio de Teojama suma USD 71.4 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 genera información financiera oportuna, consistente y clara, y es auditada a fin de cada año por firmas de reconocido prestigio.

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 30 de noviembre 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.

Con respecto a la garantía específica con que cuenta la emisión, se analizó el contrato de constitución del *Fideicomiso Garantía Teojama Comercial Dos*, así como el detalle de la cartera de la cual se escogerá la cartera a ser transferida al Fideicomiso para cubrir al menos el porcentaje de cobertura requerido. Adicionalmente, se revisaron las políticas de originación y cobranzas de Teojama y los indicadores históricos de morosidad de la cartera.

Gestión Operativa y Tendencias

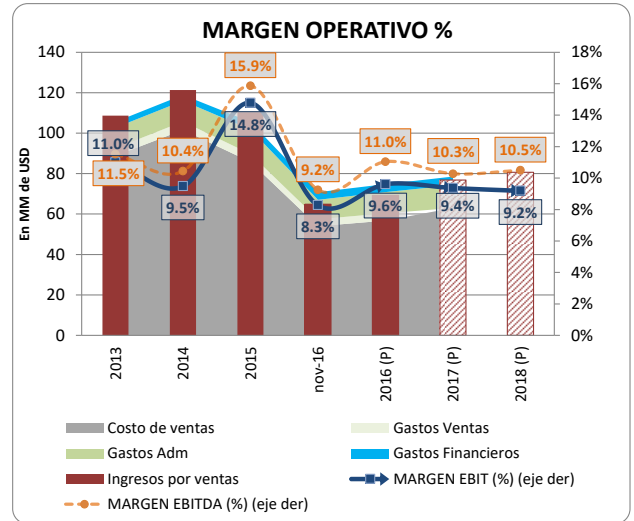
Las ventas de Teojama Comercial S.A se mueven históricamente en línea con el mercado; en dólares, durante el 2013 y 2014, crecieron en 11.12% y 11.64% respectivamente. En 2015 existió una reducción del 9% en las ventas principalmente por una menor demanda de vehículos tanto pesados como livianos. Lo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

A noviembre-2016 y tomando en cuenta la menor dinámica del mercado automotor existe una disminución anual en las ventas de Teojama mayor a la esperada anteriormente, tanto en unidades (-38%) como en dólares (-36.5%). Para finales del presente año esperamos que las ventas sean aproximadamente de USD 69.2 MM, o 37.3% menos que el 2015.

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.

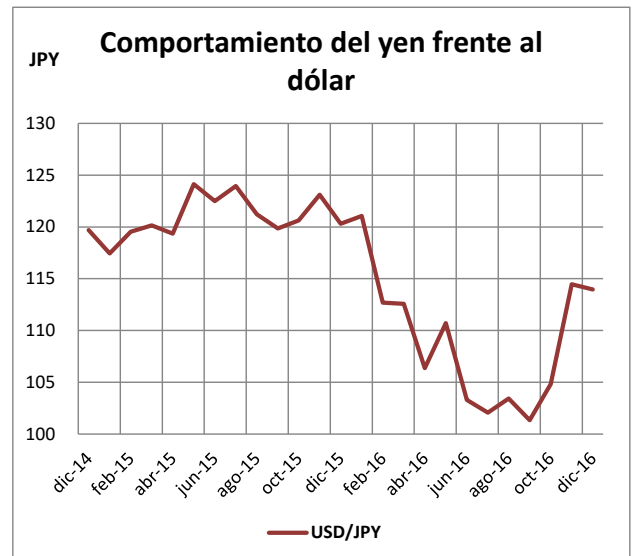
Grafico 6



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

Grafico 7

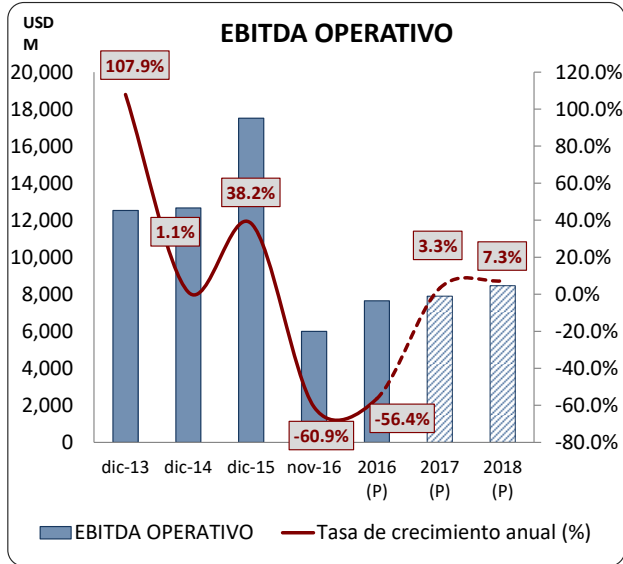


Fuente: www.investing.com Elaboración: BWR

No obstante, a la fecha de corte se aprecia un deterioro significativo del margen bruto (16.8% frente a 20.7% de noviembre-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



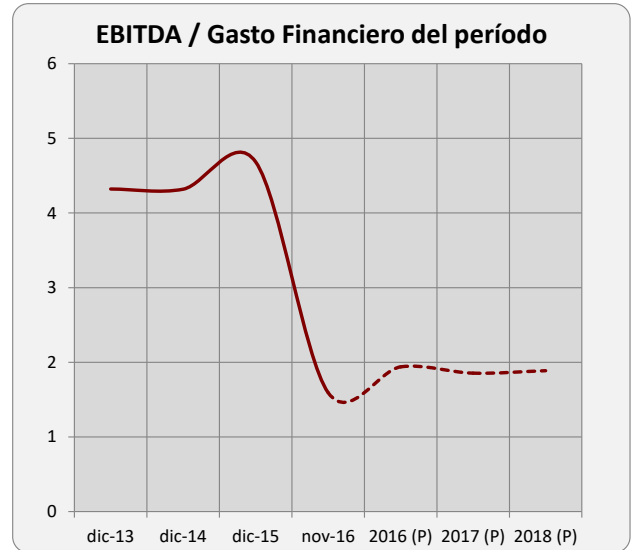
Fuente: Teojama Comercial S.A.
Elaboración BWR
Proyecciones ajustadas por BWR. Crecimientos anuales.
*crecimiento de noviembre-2016 es anual.

Es claro que la menor dinámica del mercado automotriz ha afectado la generación de la compañía. A inicios de año 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

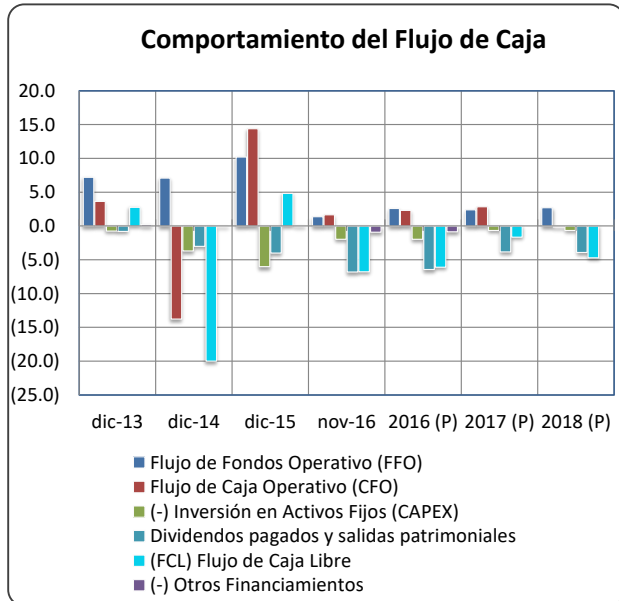
	dic-13	dic-14	dic-15	nov-16
Total Activo Corriente	59%	60%	55%	53%
Fondos Disponibles e Inv. Temporales	4%	2%	3%	4%
CxC Comerciales	33%	35%	36%	31%
Inventarios Neto	20%	21%	14%	14%
Otras cuentas por cobrar	0%	0%	0%	1%
Gastos anticipados y otros	3%	3%	3%	3%
Total Activo No Corriente	41%	40%	45%	47%
Propiedades	16%	15%	18%	19%
Inversiones Emp. Relac.	0%	0%	1%	1%
CxCobrar LP Comerciales	24%	24%	26%	27%
CxCobrar LP Relacionadas	0%	0%	0%	0%
Activos Diferidos	0%	0%	0%	0%
Total Activo	100%	100%	100%	100%

	dic-13	dic-14	dic-15	nov-16
Total Pasivo Corriente	42%	51%	48%	44%
Deuda Financiera CP	24%	36%	31%	29%
Deuda Comercial	9%	11%	12%	11%
Otros Pasivos CP	9%	4%	5%	3%
Total Pasivo LP	4%	1%	2%	10%
PATRIMONIO	54%	47%	50%	46%
Total Pasivo y Patrimonio	100%	100%	100%	100%

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 noviembre-2016 tiene un saldo USD 86.4 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,

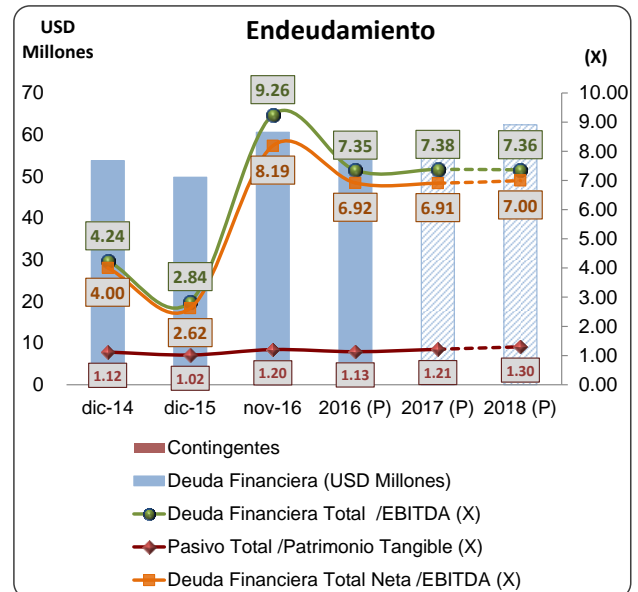
por lo cual hacia fines de año no se espera una importante liberación de recursos por este concepto.

Además, a la fecha de corte existieron salidas patrimoniales por USD 6.8 MM de las cuales USD 5.2MM fueron dividendos y la diferencia 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 6.8MM. De esta manera la empresa requirió aumentar la deuda en USD 11MM, y aumentó sus recursos líquidos en USD 3MM frente a 2015.

Es importante mencionar que hacia inicios de año estaban previstas salidas patrimoniales menores, lo cual influye también en que el emisor mantenga a la fecha una menor flexibilidad financiera que en años anteriores.

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



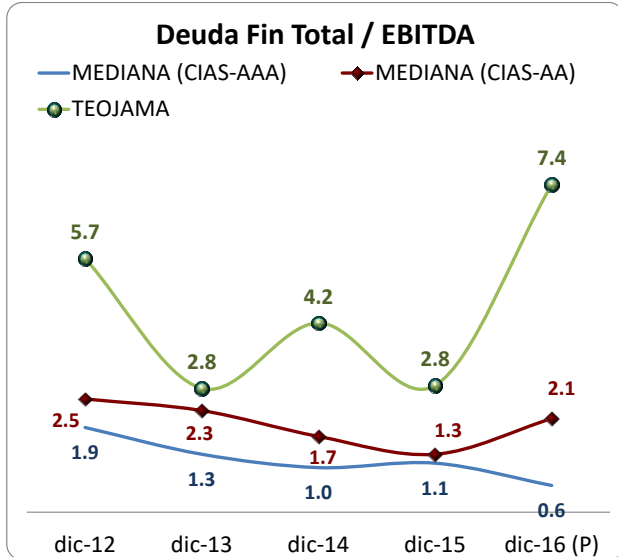
Fuente: Teojama Comercial S.A.
 Elaboración: BWR
 Proyecciones ajustadas por BWR

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 noviembre-2016 este índice alcanza las 9.3 veces el EBITDA. Esperamos que para finales de año dicho indicador se reduzca ligeramente tomando en cuenta una mayor dinámica de ventas en diciembre 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.

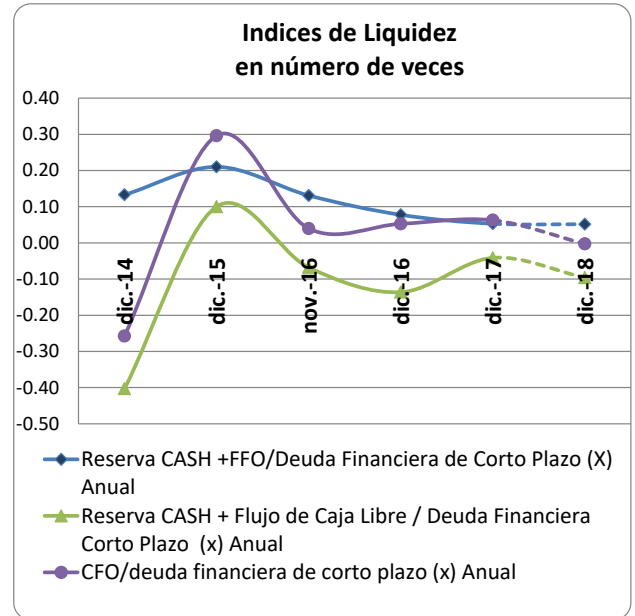
Los vehículos se financian con plazos de hasta 48 meses. El patrimonio de la empresa cubre la totalidad de los activos de largo plazo, incluida la cartera comercial, y una pequeña porción del activo corriente.

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 periodos 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 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	nov-16
Activo Líquido (USD M)	6,972.43
Activo Ajustado (USD M)	155,121.14
Activo Total (USD M)	156,359.68

Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios, empleados e IESS	3,215	3,215	48.25
2da	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	51,045	54,260	2.86
3era	Deuda sin garantía específica de balance	30,729	84,989	1.83
TOTAL		84,989	84,989	1.83

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 1.8 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.

La emisión calificada tiene garantía específica y garantía general, por tanto están garantizadas con un fideicomiso en garantía que mantiene cartera originada por la empresa, además de los activos de la empresa. Los párrafos anteriores explican la cobertura con la garantía general, mientras que la garantía específica se analiza en la sección siguiente de este informe.

En la declaración juramentada realizada por el emisor, este se compromete a mantener libres de todo gravamen a cuentas y documentos por cobrar de clientes por un monto inicial de USD 7 millones, que se ajustará al saldo en circulación. De acuerdo a lo indicado por la compañía, estas no incluyen cuentas por cobrar a relacionadas.

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 a la información entregada por emisor la cartera vencida más de 30 días representa 5.4% de su saldo actual. 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 53% de los activos son exigibles dentro de un año, del total de activos la cartera de corto plazo representa el 31% y luego inventarios con 14% (neto de lo provisionado por obsolescencia); salvo lo expuesto, los activos son de buena calidad. El 47% restante representa principalmente la cartera de largo plazo con 27% 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.

ANÁLISIS DE LA GARANTÍA ESPECÍFICA DE LA EMISIÓN

Resumen de principales características

La presente emisión incorpora como garantía específica al Fideicomiso Garantía Teojama Comercial Dos, el cual tiene por objeto principal que la cartera y los recursos que integrarán dicho patrimonio autónomo sirvan como garantía de la cancelación y fuente de pago de la Sexta Emisión de Obligaciones, la cual se analiza en este estudio.

La fiduciaria que administrará el fideicomiso es Fiducia S.A., Administradora de Fondos y Fideicomisos Mercantiles, institución de amplia trayectoria en esta función.

Para el efecto, Teojama deberá transferir al Fideicomiso al momento de su constitución cartera generada por la adquisición de los productos que comercializa por su giro de negocio y de existir, sus correspondientes garantías.

La cartera fideicomitada continuará siendo administrada por Teojama, siempre que no se dé inicio al *procedimiento convencional de ejecución* o el representante de los obligacionistas no hubiere solicitado su reemplazo, en cuyo caso, el



administrador de cartera será aquella persona natural o jurídica designada por el representante de los obligacionistas. Salvo que se inicie dicho procedimiento, los flujos de la recaudación no entrarán al Fideicomiso tampoco.

La cartera debe cubrir en al menos el 110% el saldo de capital insoluto de los obligacionistas. Todos los meses este porcentaje será ajustado, es decir, el monto que equivale al porcentaje de cobertura irá decreciendo conforme se amorticen las obligaciones. Por otro lado, Teojama se obliga a aportar al Fideicomiso la cartera necesaria para mantener dicho porcentaje de cobertura.

La fiduciaria validará mensualmente el cumplimiento de esta cobertura y en caso de requerirse comunicará por escrito a Teojama, con copia al representante de los obligacionistas, a fin de que proceda a regularizar la situación mediante el aporte adicional de cartera en un plazo máximo de dos días hábiles.

La fiduciaria efectuará mensualmente con Teojama canjes de la cartera según las instrucciones que imparta el constituyente. Se aclara que el saldo de capital por vencer de la cartera que ingrese al fideicomiso por canjes a efectuarse, deberá ser igual o superior al saldo de capital de la cartera a ser canjeada. Los costos, gastos, honorarios y tributos que demanden estos canjes serán de cuenta del constituyente.

El inicio del *procedimiento convencional de ejecución* de esta garantía podrá ser solicitado por el representante de los obligacionistas a la fiduciaria, solamente en los siguientes casos:

- Si es que en el fideicomiso no hubiera el porcentaje de cobertura antes indicado y Teojama no realizara los aportes o canjes necesarios para cubrirlo.
- Cuando Teojama se halle en mora en el pago de las obligaciones analizadas en este informe.

Bajo este procedimiento, la fiduciaria procederá a contratar a un nuevo administrador de cartera, según las instrucciones que reciba del representante de los obligacionistas para este efecto y destinará desde dicho momento todos los recursos existentes en el Fideicomiso al pago de las obligaciones, en lo que alcanzare, una vez cubiertos los costos, gastos, impuestos y honorarios generados por la constitución, administración y liquidación del fideicomiso.

En este caso además, la fiduciaria aplicará el producto del flujo que se obtenga de la cobranza de la cartera al pago de estas obligaciones, en lo que alcanzare, una vez cubiertos los costos, gastos, impuestos y honorarios generados por la constitución, administración y liquidación del

fideicomiso.

El constituyente se obliga a transferir al Fideicomiso los recursos suficientes para el cumplimiento del objeto del Fideicomiso y para el pago de costos, gastos, honorarios y tributos que se generen por la constitución del Fideicomiso, cumplimiento de las instrucciones fiduciarias y liquidación del Fideicomiso. El fideicomiso contará adicionalmente con efectivo aportado por Teojama de USD 3,000, que cubriría su operatividad por unos meses, en caso de que el constituyente no cumpliera con esta obligación.

Análisis de la Estructura Legal

La transferencia de la cartera al Fideicomiso a título de fiducia mercantil, no es onerosa, ni gratuita, y se da como medio necesario para que la fiduciaria pueda cumplir con el objeto del presente contrato. Consecuentemente, la transferencia a título de fiducia mercantil, está exenta de todo tipo de impuestos, tasas y contribuciones ya que no constituye hecho generador para el nacimiento de obligaciones tributarias, ni de impuestos indirectos previstos en las leyes que gravan las transferencias gratuitas u onerosas. Por lo explicado precedentemente, en la transferencia a título fiduciario no existe precio a convenirse ni tampoco responde tal transferencia o restitución a donación alguna por parte del constituyente y en tal virtud se halla exenta del pago de tributos conforme lo señala la Ley.

En nuestro criterio el contrato de constitución del Fideicomiso Garantía Teojama Comercial Dos, una vez elevado a escritura pública, cumple con todos los requisitos de fondo y forma establecidos por los artículos 109 y siguientes de la Ley de Mercado de Valores; y en especial las contenidas en el Título V “Negocios Fiduciarios” de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores publicadas en la Edición Especial No 1 del Registro Oficial de 8 de marzo de 2007. (En vigencia conforme la disposición transitoria primera del Código Orgánico Monetario y Financiero).

El artículo 1841 del Código Civil señala que la cesión de un crédito personal a cualquier título que se haga no tendrá efecto entre el cedente y el cesionario sino en virtud de la entrega del título. Esto implica que para que haya operado la transferencia de dominio de los documentos de crédito, estos últimos deberían estar entregados físicamente a la fiduciaria en su calidad de representante legal del fideicomiso. Adicionalmente, tratándose de valores tales como pagarés la transferencia de dominio se realiza por la cesión o endoso de cada uno de ellos al fideicomiso.

Tratándose de un fideicomiso mercantil de garantía el constituyente del mismo es a su vez el



beneficiario del fideicomiso, sin embargo se ha fijado en el contrato la existencia de un acreedor fiduciario, que es el representante de los obligacionistas, y que puede demandar de la fiduciaria el cumplimiento de las disposiciones contenidas en el contrato, esto es que la fiduciaria realice el proceso de ejecución.

Proceso de originación y cobranza de la cartera

El emisor cuenta con manuales y procedimientos implementados para la administración de su negocio entre los que se encuentran los de originación y cobranzas de cartera. El emisor mantiene una larga trayectoria como generador de crédito comercial, y la cartera mantiene una calidad adecuada, lo cual refleja una adecuada capacidad de originación y cobranza de la misma.

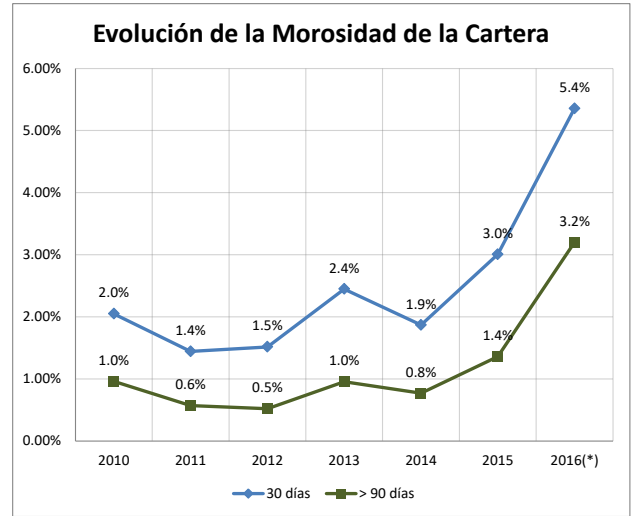
El análisis de las solicitudes de crédito se encuentra centralizado a nivel nacional en el departamento de crédito, que verifica la información del cliente y analiza su capacidad de pago y la propuesta de pago, y define una postura de aprobación y negación en función de los lineamientos establecidos por la empresa, que es posteriormente confirmada por la vicepresidencia de la empresa.

Por su parte la gestión de cobranza es progresiva y comprende distintas estrategias en función del conocimiento del cliente y antigüedad de la mora, y de estas no ser suficientes se procede con la acción legal de cobro y posterior ejecución de la garantía.

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.

La cartera de crédito está diversificada por operación y geográficamente, lo cual se considera positivo. Con respecto a su calidad, si bien se aprecia un deterioro ligado a un entorno económico contractivo, la morosidad a 30 días es de 5.4%, porcentaje razonable, y aquella que supera los 90 días representa 3.2%. Por último, el riesgo de crédito se mitiga por la existencia de la garantía del vehículo financiado, que mejora las perspectivas de recuperación en caso de deterioro de la capacidad crediticia de un deudor.

Gráfico 14



* La información de 2016 corresponde a datos al 26 de diciembre de dicho año.

Análisis de la Cartera a Transferirse

La cartera deberá tener las siguientes características, para poder ser transferida al Fideicomiso:

- (i) Que las cuentas por cobrar o los títulos de crédito que compongan la cartera sean válidos, legales y ejecutables, y su instrumentación o transferencia no contravenga los estatutos sociales de Teojama.
- (ii) Que las cuentas por cobrar o los títulos de crédito que compongan la cartera hayan sido originados para instrumentar operaciones comerciales relacionadas con el giro de negocio de Teojama, lícitas y legales, y hayan sido emitidos y suscritos de acuerdo con las políticas y lineamientos de Teojama y la legislación vigente en la República del Ecuador.
- (iii) Que no existan retenciones, trabas, embargos, juicios o medidas cautelares de ninguna clase sobre la cartera o sobre las cuentas por cobrar o los títulos de crédito que la compongan, que dificulten o impidan la recaudación o cobro de la misma.
- (iv) Que ninguna de las cuentas por cobrar o los títulos de crédito que compongan la cartera tenga registrada una mora superior a cero días a la fecha de transferencia al Fideicomiso;
- (v) Que las cuentas por cobrar o los títulos de crédito que compongan la cartera tengan un vencimiento futuro, contado a partir de su transferencia al Fideicomiso, igual o inferior al período de vigencia del proceso de emisión de obligaciones que sacará al mercado el constituyente.

Hemos analizado el detalle de la cartera inicial a transferirse al Fideicomiso, cuyo saldo de capital



representa 1.14 veces el monto a emitirse:

Características de Cartera Analizada	
	Calif. Inicial
Corte Información	11-feb-2017
Cartera analizada (capital)	8,017,150
Número de Créditos	229
Saldo Promedio por Crédito (USD)	35,009
% créditos mayores a USD 100,000	1.07%
Plazo original promedio (número de cuotas)	41
Cuotas transcurridas promedio	8
Cuotas remanentes promedio	33
Tasa promedio ponderada cartera	11.1%
% Financiam. Personas Naturales	82.0%
Deuda Original / Avalúo garantía original (DAV original)	67.2%
Saldo Deuda / Avalúo garantía ajustado* (DAV actual)	62.4%
% financiamiento vehículos nuevos	100.00%
% financiamiento vehículos pesados	100.00%
% créditos con cuotas vencidas	0%
Concentración Regional:	
Pichincha	27.4%
Tungurahua	18.9%
Manabí	10.8%
Guayas	10.2%
Cotopaxi	5.1%
Otros (<5%)	27.6%

* El avalúo de la garantía se ajustó 10% por cada año transcurrido del vehículo.

La cartera es moderadamente diversificada tanto por operación como geográficamente. En promedio el saldo actual por operación es de USD 35M o 0.4% del saldo total. No hay créditos que tengan un saldo superior a USD 100,000 y el más grande representa solamente 1.07% del total. Los 229 créditos pertenecen a 215 clientes. La mayor exposición por cliente representa 2.0% del total y solamente el 3.5% del saldo total corresponde a clientes con exposición agregada superior a USD 100,000.

El 100% de los créditos analizados mantiene como garantía al vehículo adquirido, lo cual mejora los prospectos de recuperación por vía judicial, en caso de requerirse. En promedio la relación inicial entre monto del crédito y la garantía es de 67.2%, porcentaje consistente con la política de entrada mínima de 30% que maneja Teojama.

El emisor ha seleccionado cartera sin cuotas vencidas, de acuerdo a lo que dispone el fideicomiso de garantía. A futuro se podrá observar la evolución de la calidad de la misma, considerando que en promedio los créditos tienen solamente 9 meses de plazo transcurrido, y un promedio de 33 meses por vencer.

La morosidad futura de la cartera se encontraría mitigada por el hecho de que el fideicomiso en garantía contempla que “la fiduciaria efectuará mensualmente con Teojama canjes de la cartera según las instrucciones que imparta el constituyente”, y el emisor ha indicado su

disposición de canjear periódicamente la cartera que presente morosidad.

Adicionalmente, en función de las políticas de originación y cobranza y de la vasta experiencia del emisor en administración de cartera de estas características, en condiciones normales los créditos deberían mostrar un comportamiento adecuado, aunque la evolución del entorno económico seguramente influirá en que el deterioro sea superior a períodos de mayor estabilidad.

Por último la cartera mantiene un plazo remanente promedio de 33 meses, frente a un plazo de 48 meses de la serie C de la emisión de obligaciones, que es la más larga, y un plazo promedio ponderado de 44 meses. La estructura considera una limitación en el plazo de la cartera que se transfiera al fideicomiso, por lo cual el riesgo de liquidez en caso de ejecución de esta garantía estaría mitigado.

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.

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.



El emisor se compromete adicionalmente a mantener durante la vigencia de la emisión los siguientes índices financieros:

- Pasivo financiero sobre patrimonio menor o igual a 2 veces
- Pasivo total sobre patrimonio menor o igual a 2 veces.

Para la base de la verificación se tomarán los estados financieros semestrales correspondientes a junio 30 y diciembre 31 de cada año. El seguimiento a los índices financieros iniciará el primer semestre calendario una vez los títulos estén en circulación. Si la compañía llegare a incumplir uno o más de los índices señalados en un determinado semestre, tendrá como plazo el semestre siguiente para superar la deficiencia. Pasado este tiempo y en caso de persistir dicho desfase, el Representante de los Obligacionistas convocará a Asamblea para que sea este órgano quien resuelva respecto de las medidas a tomar, pudiendo dicha resolución ser el rescate anticipado.

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 la siguiente operación en el mercado:

Tipo Instrumento	Monto Total (USD Miles)	Calificación	Calificadora
V Emisión de Obligaciones	12,000	AA	BWR

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

Atentamente,

Sebastián Baus

Gerente General (encargado)



TEOJAMA COMERCIAL				
(Miles de USD)	dic-13	dic-14	dic-15	nov-16
Resumen de Resultados				
Ventas	108,677	121,328	110,377	64,863
% crecimiento	11.1%	11.6%	-9.0%	-36.5%
MARGEN BRUTO (%)	18.3%	16.3%	22.3%	16.8%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	12,523	12,666	17,510	5,998
MARGEN EBITDA (%)	11.5%	10.4%	15.9%	9.2%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	12,523	12,666	17,510	5,998
MARGEN EBITDAR (%)	11.5%	10.4%	15.9%	9.2%
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	11,961	11,520	16,330	5,378
MARGEN EBIT (%)	11.0%	9.5%	14.8%	8.3%
Gasto Financiero del período	-2,898	-2,933	-3,738	-3,765
Impuestos a la renta	-2,414	-2,636	-3,570	-845
UTILIDAD NETA	7,423	6,433	9,482	1,081
Resumen Balance				
Caja y Equivalentes de Caja	4,542	3,059	3,901	6,972
Cuentas por Cobrar Comerciales	72,729	88,139	95,708	91,769
Inventarios	25,722	31,168	22,022	21,754
Cuentas por Pagar Proveedores	11,436	17,167	18,149	17,942
Deuda Financiera Total	34,788	53,764	49,798	60,558
Otros Pasivos	12,497	8,081	9,690	6,489
Patrimonio	68,030	71,313	77,097	71,371
Patrimonio Tangible	67,471	70,608	76,265	70,539
Resumen Flujo de Caja				
EBITDA OPERATIVO	12,523	12,666	17,510	5,998
(-) Gasto Financiero del período	-2,898	-2,933	-3,738	-3,765
(-) Impuesto a la renta del período	-2,414	-2,636	-3,570	-845
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período(ingreso manual diferenciando de total div pagados)	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	7,211	7,097	10,202	1,387
(-) Variación Capital de Trabajo	-3,583	-20,848	4,187	273
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	3,628	-13,751	14,389	1,661
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	688	462	451	313
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	0	0
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	0	0	0	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-800	-3,000	-4,000	-6,808
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-742	-3,688	-6,014	-1,951
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	0	0	0	0
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	2,775	-19,977	4,826	-6,786
Margen de Flujo de Caja Libre %	2.6%	-16.5%	4.4%	-10.5%
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	-184	18,976	-3,966	10,760
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	226	-42	109	-903
OTRAS INVERSIONES NETO	0	-440	-127	0
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	2,818	-1,484	842	3,072
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	1,725	4,542	3,059	3,901
Indicadores				
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	3.49	3.42	3.73	1.37
EBITDAR/cargos fijos(gasto financiero y cuota leasing del periodo)(x)	4.32	4.32	4.68	1.59
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	4.32	4.32	4.68	1.59
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	2.78	4.24	2.84	9.26
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	2.42	4.00	2.62	8.19
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	34%	43%	39%	46%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.23	0.13	0.21	0.13
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	0.12	(0.26)	0.30	0.04
Reserva CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.12	(0.40)	0.10	(0.07)
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	0.09	(0.37)	0.10	(0.06)



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.