

Ecuador
Emisión de Obligaciones
Segundo Seguimiento

Teojama Comercial S.A.

Calificación

| Tipo Instrumento | Resultado Calificación | Calif. Anterior | Último cambio |
|----------------------------|------------------------|-----------------|---------------|
| VI Emisión de Obligaciones | AA | NR | NR |

Calificación Actual: Calificación otorgada en el último comité de calificación

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

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

NR: No registra cambio de calificación;

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

Resumen Financiero

| (USD Millones) | 2016 (diciembre) | 2017 (octubre) |
|---|---------------------|-------------------|
| Activos | 156.1 | 150.6 |
| Ventas | 71.2 | 69.5 |
| Margen EBITDA (%) | 12.95% | 11.48% |
| ROE (%) * | 1.97% | 0.89% |
| Deuda / capitalización (%) | 45.73% | 43.67% |
| CFO / Deuda Fin CP (X) * | 0.09 | 0.11 |
| Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X) | -0.10 | -0.04 |
| Deuda Financiera Total Ajustada /EBITDA (x) * | 6.56 | 5.84 |
| Deuda Financiera Total Ajustada/FFO (x) * | 23.05 | 11.69 |

* Indicador anualizado para octubre-2017
Fuente: Teojama Comercial S.A.
Elaboración BWR

Contactos:

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

Andrea Coronel
(5932) 226 9767 ext. 108
acoronel@bwratings.com

Fundamento de la Calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió mantener la calificación de AA a la VI Emisión de Obligaciones analizada en este estudio. 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 Compañía comparte con otra empresa no relacionada la representación de la marca japonesa HINO en Ecuador. El emisor es líder en el segmento de camiones livianos, medianos y buses, con una participación de 14%, 27% y 31%, respectivamente.

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 importante, lo cual se refleja también en una contracción de las ventas del emisor. Tal como se esperaba el mercado automotriz comenzó a recuperarse a partir del segundo semestre del año en curso por la eliminación de las salvaguardias y la disminución del impuesto al valor agregado.

El emisor ha mantenido tradicionalmente resultados operativos positivos derivados tanto de su operación comercial como del financiamiento relacionado. Sin embargo, debido a los cambios regulatorios tanto las ventas como el EBITDA se muestran volátiles. En 2016, la menor dinámica del sector automotriz y la contracción en ventas de la Compañía afectaron de manera importante al EBITDA. En el transcurso del 2017 se aprecia una recuperación importante de la generación operativa gracias a mayores ventas, la eliminación de las salvaguardias y por ende nuevo inventario sin sobretasas.

La menor generación y la salida de recursos por pagos de impuestos, pagos a sus accionistas y otros gastos no deducibles hicieron que el endeudamiento en relación a la generación se incremente significativamente desde fines del 2016 aunque apreciamos una tendencia de este indicador a mejorar. 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.

El negocio comercial y financiero que mantiene el emisor hace que su apalancamiento en relación a la generación sea mayor a otras empresas ubicadas en el mismo rango de calificación. 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 1.64 veces el saldo de la deuda financiera total, y se aprecia un calce relativo entre esta y el pasivo financiero, que mitiga su riesgo de crédito. Por otro lado, el emisor está reestructurando su deuda hacia el largo plazo, para manejar un mejor calce de plazo y adicionalmente parte de su pasivo está compuesto por financiamiento con fondos externos instrumentado a través de avales de bancos locales, que proviene de la importación de vehículos desde Colombia y que no depende de la coyuntura de liquidez local.

Adicionalmente, la calificación considera el hecho de que el emisor mantiene una garantía específica consistente en un fideicomiso en garantía con cartera automotriz originada por la empresa, la cual le otorga a estos valores una mejor cobertura como segunda fuente de pago que la de las obligaciones con garantía general.

A futuro la calificación podría verse afectada si el nivel de endeudamiento del emisor se incrementa sobre las expectativas actuales o si es que no existiera un calce adecuado entre deuda financiera y cartera que mitigara el endeudamiento actual.

CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN CALIFICADA

| VI Emisión de Obligaciones | | | |
|----------------------------|---|------------------|------------------|
| Emisor: | TEOJAMA COMERCIAL S.A | | |
| Monto Total Emisión | 7,000,000.00 | | |
| No. de Resolución | SCVS.IRQ.DRMV.2017.0481 | | |
| Fecha Aprobación SCVS: | 22-feb-17 | | |
| | Clase A | Clase B | Clase C |
| Monto | 500,000 | 1,500,000 | 5,000,000 |
| Monto Colocado: | 500,000 | 1,500,000 | 5,000,000 |
| Monto en Circulación: | 500,000 | 1,250,000 | 4,375,000 |
| 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 |
| Fecha Colocación: | 09-mar-17 | 09-mar-17 | 09-mar-17 |
| Fecha Vencimiento: | 09-mar-19 | 09-mar-20 | 09-mar-21 |
| Garantía: | General y Especifica | | |
| 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

La última estimación del crecimiento del PIB para 2017 por parte del Banco Central es de una recuperación económica del orden de 1.5% en términos constantes, sustentada especialmente en un mayor precio del petróleo y mayores exportaciones, en parte por los efectos del acuerdo de comercio firmado con la Unión Europea. Por otro lado, el consumo de los hogares crecería en términos constantes en 4.1%. Para 2018, la expectativa del organismo es de 2.0%.

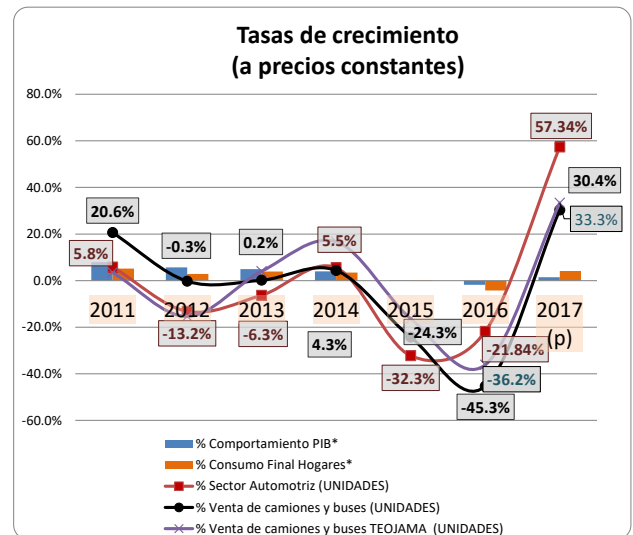
A nivel internacional no existe un consenso respecto al crecimiento económico proyectado del país. Mientras que la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) estima un crecimiento de 0.71%, las últimas estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI) son de un crecimiento de 0.2%, seguido de un modesto 0.6% para 2018. El resultado definitivo dependerá de la capacidad que tenga el Gobierno de conseguir mayor financiamiento externo que cubra sus requerimientos de liquidez.

Teojama Comercial S.A. se dedica a la comercialización de automotores, repuestos y accesorios de la marca Hino. 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 aumentan el

costo de los vehículos, 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 21.8% en 2016. Lo anterior implica que en dicho año se vendieron 17,754 unidades menos que en 2015 (81,309 unidades vendidas en 2015). Sin embargo, la caída fue inferior a las expectativas de la AEADE, que esperaba una reducción de ventas de 21,000 vehículos¹. Esta situación se revirtió por la expansión de los créditos de consumo y la concesión de un cupo adicional de USD 50MM para la importación de vehículos en el último trimestre del año.

Gráfico 1



*PIB a precios constantes
Fuente: BCE y AEADE
Elaboración: BWR

Según información de la AEADE se espera que en 2017 el sector automotor ecuatoriano muestre mayor dinamismo debido al Acuerdo Comercial con la Unión Europea, la eliminación del sistema de cupos establecida en la Resolución 50 de Comex y el hecho de que el Impuesto al Valor Agregado (IVA) volvió al 12% a partir de junio-2017.

Se prevé que en el año 2017 se comercialicen en Ecuador alrededor de 100,000 nuevos vehículos, equivalente a un crecimiento de 57.34%. Con datos oficiales al mes de noviembre-2017 se han vendido 92,668 unidades cuando a noviembre-2016 se habían vendido 56,869 unidades, lo que refleja una importante recuperación en unidades del 63%.

La industria del mercado automotor que nos compete en este análisis es la del subsector de

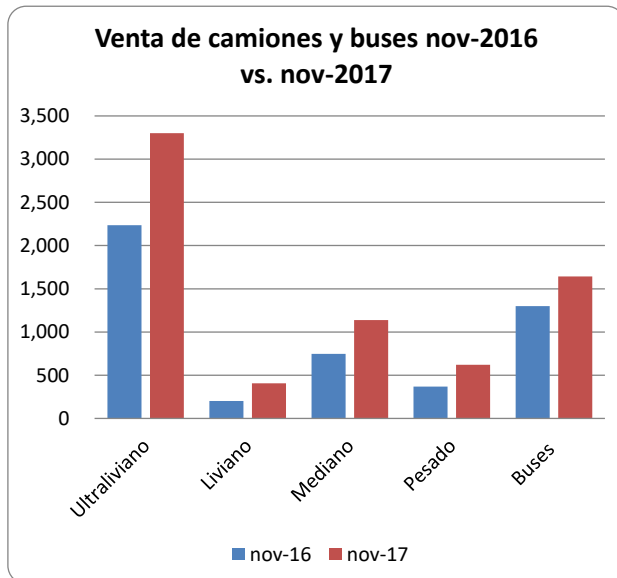
¹ <http://www.eluniverso.com/noticias/2015/10/07/nota/5171534/21000-vehiculos-se-dejan-vender-crisis-economica>



buses y camiones. Como se puede apreciar en el **gráfico 1**, este sufrió una mayor contracción que el mercado automotor en general en 2016, debido a la coyuntura económica que vivió el país, así como la implementación de salvaguardias arancelarias. Como se esperaba ha existido una reactivación de este subsector pues según disposiciones del nuevo Gobierno las sobretasas implementadas a 2,152 subpartidas arancelarias se eliminaron progresivamente hasta junio-2017.

A noviembre-2017 según información de la AEADE las ventas en el segmento de pesados (camiones y buses) se han incrementado interanualmente en 47%. En el **gráfico 2** se muestra el comportamiento que han tenido las ventas de los diferentes tipos de camiones y buses, donde se aprecia la importante recuperación que han tenido los subsegmentos de camiones y en menor medida de buses.

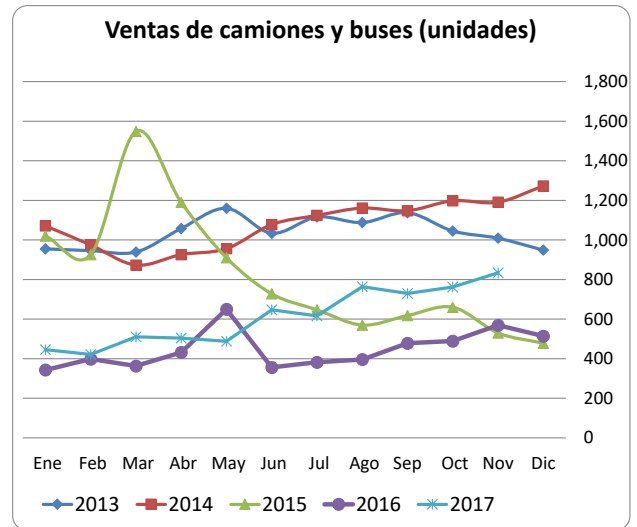
Gráfico 2



Fuente: AEADE
Elaboración BWR

En el gráfico siguiente 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 diciembre de cada año y el repunte en ventas mencionado en párrafos anteriores con corte noviembre-2017.

Gráfico 3



Fuente: AEADE
Elaboración BWR

Otro de los riesgos que enfrenta este mercado, es la volatilidad del tipo de cambio, que tiene un impacto directo en su margen bruto. En el caso del emisor, es el del yen frente al dólar (USD), ya que alrededor del 42% de los automotores que comercializa (buses) se originan en Japón. Esta divisa se debilitó en 2015, pero en 2016 su tendencia se revirtió hasta el mes de octubre. A partir de noviembre-2016 y a la fecha se ha fortalecido frente al año anterior.

Gráfico 4



Fuente: www.investing.com Elaboración: BWR

En abril-2017, la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera emitió una resolución que exige que la banca requiera una garantía real de al menos 150% del monto de la deuda en el caso de



créditos comerciales ordinarios y consumo ordinario. Esta ley aplica para la compra de vehículos livianos de combustible fósil.

El plan económico presentado por el presidente Lenin Moreno el pasado 11 de octubre, incluyó la puesta en marcha de medidas aduaneras para la recaudación y de disuasión, para evitar el contrabando y la defraudación que afectan a los ingresos del Fisco. A través de este plan, el Servicio Nacional de Aduanas definió la aplicación de una tasa de USD 0,10 por tonelada métrica para todas las importaciones, exceptuado los productos de la canasta básica y materias primas.² Según el emisor, esta nueva tasa no generará un impacto importante dentro del giro de negocio y se absorberán los valores que se generen por la misma para no generar un impacto en el precio cobrado a sus clientes.

Observamos positivamente la apertura del gobierno a las Mesas de Diálogo donde ensambladores e importadores presentaron una propuesta única para fomentar la industria automotriz. Dentro de esta se incluyen temas relacionados con el desarrollo de una política de Estado con participación público-privada para fomentar las inversiones, generación de una alianza público-privada para la renovación del parque automotor (se estima que en el parque automotor existen alrededor de 51,000 camiones que ya cumplieron su vida útil)³, impulso el acceso a nuevas tecnologías de movilidad, generación de líneas de crédito preferenciales para renovaciones y revisión de impuestos.⁴

La evolución del sector dependerá de las decisiones del Ejecutivo respecto a las importaciones y la evolución de la balanza de pagos ya que, de ser necesario, el gobierno podría aplicar más regulaciones que limiten las ventas de vehículos en el país.

PERFIL DE LA COMPAÑÍA

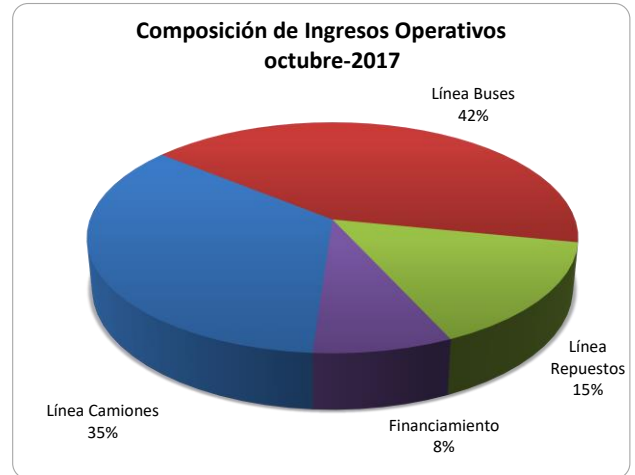
Teojama Comercial S.A. es una empresa que inició sus actividades en 1963. Desde 1969 es uno de los representantes de la marca HINO en Ecuador y comercializa camiones, buses y repuestos de dicha marca. Teojama es por lo tanto una empresa madura con amplio conocimiento de su mercado y mantiene un posicionamiento 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. Actualmente mantiene 135 empleados.

La composición de ventas de Teojama Comercial S.A., a octubre-2017 se muestra en el gráfico a continuación:

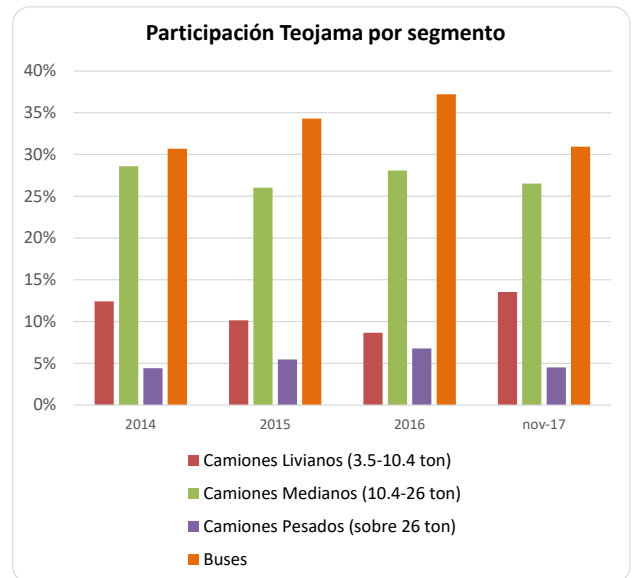
Gráfico 5



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 6



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

² <http://www.elcomercio.com/actualidad/cobro-tasa-productos-importacion-senae.html>

³ <http://www.elcomercio.com/actualidad/empresas-automotrices-ecuador-plan-renova.html>

⁴ <http://www.aeade.net/el-sector-automotor-define-cinco-propuestas-claves-para-apoyar-el-desarrollo-productivo/>



Teojama Comercial S.A. es un participante importante y está bien posicionado en el segmento de camiones livianos, medianos y buses, con una participación de 14%, 27% y 31%, respectivamente. En el segmento de camiones medianos y buses, su competencia principal es Mavesa que también comercializa la marca HINO. En el segmento de camiones livianos su competencia principal es GM.

Es importante destacar que en 2016 Teojama aumentó su participación de mercado en los segmentos más importantes en términos de ventas (buses y camiones medianos). Sin embargo, observamos que en el segmento de camiones medianos y buses esta tendencia se revierte a noviembre-2017 debido a que su principal competidor ha ganado cuota de mercado debido a los descuentos que oferta a sus clientes.

Consideramos que la representación de la marca HINO es una fortaleza para la empresa, no solo por su apoyo técnico, sino también por ser una marca líder en el mercado ecuatoriano dentro de su segmento. Con corte noviembre-2017, HINO mantiene una participación del 40% en el segmento de buses y camiones.

Una de las herramientas de Teojama Comercial S.A. para enfrentar la competencia del mercado es el financiamiento que ofrece a sus clientes. La empresa otorga crédito directo, lo cual le protege de contracciones 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 1.85 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 180 días.

La mercadería importada de Colombia es financiada a través de una línea de crédito de BANCOLDEX con el aval de bancos locales ecuatorianos o del exterior. Esta línea no depende de la liquidez de la economía ecuatoriana por lo que mitiga riesgos locales, aunque por otro lado en un eventual caso de desdolarización se generaría un riesgo de tipo de cambio ya que tendría que ser pagada en dólares. Este riesgo se encuentra mitigado principalmente

por su corto 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



* EBITDA de octubre-2017 se presenta anualizado
Fuente: Teojama Comercial S.A.
Información con corte octubre-2017.
Elaboración: BWR.

Teojama es accionista del 99% de Talleres y Servicios S.A. Servitalleres, empresa que se dedica a la prestación de servicios de talleres mecánicos y reparación de vehículos. 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.

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

Teojama es la empresa que mantiene la mayor parte de los activos, se hace cargo de todos los pasivos financieros y absorbe los resultados de su subsidiaria. La deuda financiera que mantiene Servitalleres es con Teojama. En el año 2016, Teojama Comercial S.A. realizó un aumento de capital de USD 2MM a Servitalleres mediante la compensación de cuentas por cobrar que mantenía con su relacionada, y se espera que en 2018 se realice una nueva capitalización para compensar la pérdida del ejercicio de su subsidiaria.

Como es de esperarse, la generación importante del Grupo proviene de Teojama Comercial S.A., mientras que Servitalleres se encuentra generando pérdidas netas. El EBITDA del balance consolidado a octubre-2017 es de USD 8 MM, mientras que el EBITDA de Teojama se ubica en USD 9.5MM.

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



representa el 36.52% de participación en SATRACK S.A., empresa dedicada al servicio de rastreo satelital.

De acuerdo a los auditores externos, las transacciones entre partes relacionadas no superan los montos estipulados en la Ley de Régimen Tributario, por lo que no deben presentar el Informe Integral de Precios de Transferencia.

En conjunto las inversiones en empresas relacionadas representan el 1.9% del activo.

ACCIONISTAS Y SOPORTE

A octubre 2017 el patrimonio de Teojama es de USD 71.99 MM, y de este el 62.5% 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% |
| TOTAL | 45,000,000 | 100% |

Fuente: Teojama Comercial S.A.
Elaboración BWR

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

Históricamente los accionistas han apoyado a la empresa a través de la capitalización de parte de sus utilidades, lo cual se refleja en un indicador de deuda financiera sobre capitalización⁵ de 43.7%. También se observa que los accionistas han apoyado a la empresa a través de préstamos financieros cuando las circunstancias lo han exigido.

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 y siempre que no existan restricciones de hacerlo.

GOBIERNO CORPORATIVO

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

La administración de la Compañía está conformada por profesionales calificados con una trayectoria técnica, comercial y operativa importante.

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. A partir del mes de abril-2017 se vinculó a la Compañía un nuevo vicepresidente ejecutivo que cuenta con amplio conocimiento del sector automotriz y se encarga de la estrategia comercial.

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 2016 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 desde el 2013 hasta el 2015 y por la firma KPMG del Ecuador para el 2016. Dichos informes no contienen observaciones respecto a la razonabilidad de su presentación bajo normas NIIF. También se han analizado los estados financieros directos individuales y consolidados de Teojama Comercial S.A., con corte octubre-2017.

Además se analizaron los estados financieros individuales de Talleres y Servicios S.A. Servitalleres, auditados por Moore Stephens, de los años 2014, 2015 y por la firma KPMG del Ecuador para el 2016.

⁵ Capitalización = Deuda financiera ajustada + patrimonio

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

Teojama Comercial S.A. ha actualizado las proyecciones utilizadas en este informe respecto a las enviadas para la calificación inicial de la VII emisión de obligaciones analizada con corte julio-2017 y las mismas han sido ajustadas para nuestro análisis de acuerdo con 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 fideicomitada, que cubre 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. Con corte dic-2016, se observa una contracción en ventas del 35.5%, resultado de las complicadas condiciones del sector automotriz y del macroentorno en general.

Con corte octubre-2017 observamos un crecimiento interanual de las ventas tanto en unidades (34%) como en dólares (20.2%), derivado de una recuperación de los ingresos en todas sus líneas de negocio pues ha existido un mayor dinamismo de la industria tras la eliminación de las salvaguardias y la disminución del IVA al 12%.

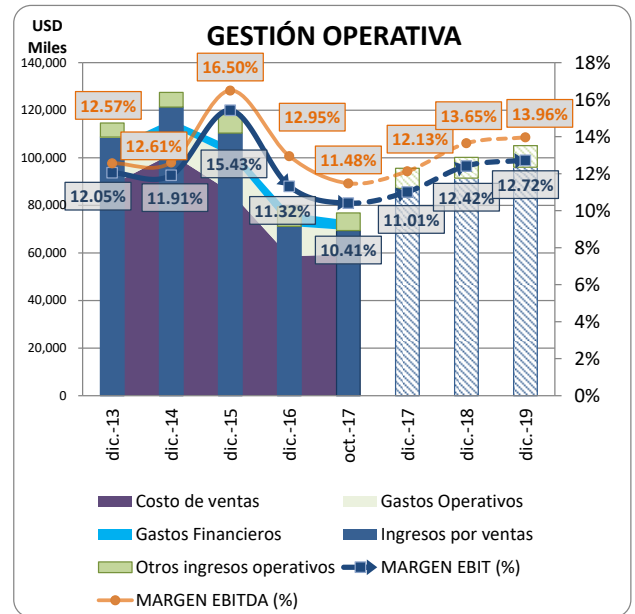
Para finales del presente año esperamos que las ventas anuales lleguen aproximadamente a USD 87.1 MM, o un 22.4% más que el 2016. La proyección inicial consideraba un total de ingresos de USD 80.1 MM.

Dentro de los ingresos operativos de Teojama se incluye los intereses por el financiamiento otorgado a sus clientes. Considerando este rubro estimamos

que el total de ingresos operativos sea de aproximadamente USD 95.6 MM, o 20.4% más que el 2016.

Para finales del 2018 de manera conservadora esperamos un crecimiento de 4.8% en los ingresos operativos totales influenciado principalmente por el mercado automotriz abierto (sin salvaguardias) en el que actualmente opera la Compañía y que derivará en mayores ventas en sus principales líneas de negocio.

Gráfico 7



Fuente: Teojama Comercial S.A.
Elaboración BWR
Proyecciones ajustadas por BWR.
*crecimiento de octubre-2017 es anual.

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, sobretasas que se han establecido legalmente para la industria, y la composición de ventas de la empresa. En 2016 existió una contracción del margen bruto de cinco puntos porcentuales (17.71%) debido principalmente a la reducción de las ventas y a la revaluación del yen explicadas en párrafos anteriores.

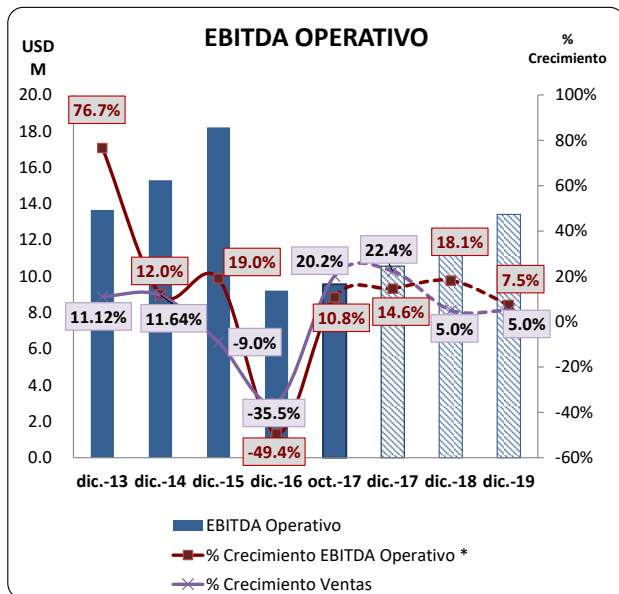
Durante el primer semestre del 2017, la Compañía otorgó descuentos a sus clientes como estrategia comercial, para reducir el inventario con sobretasas que mantenía. Sin embargo, a partir del mes de julio la mencionada política no rige. Como consecuencia, a la fecha de corte y a pesar del incremento en ventas existe un margen bruto acumulado menor al del año pasado (14.4% frente a 17.1% de octubre-2016). Además no ha existido

incremento en el precio de camiones y buses en los años 2016 y 2017.

Dado que la Compañía a partir del mes de julio ya no maneja esta estrategia pues fue tema coyuntural por liquidación de inventario anterior, esperamos que para finales de año el margen bruto acumulado se ubique en 17%, en línea con las proyecciones del cliente.

Para el 2018 esperamos que el margen se mantenga en 17%, sin embargo este supuesto dependerá de las estrategias comerciales que aplique la Compañía y de la volatilidad del yen.

Gráfico 8



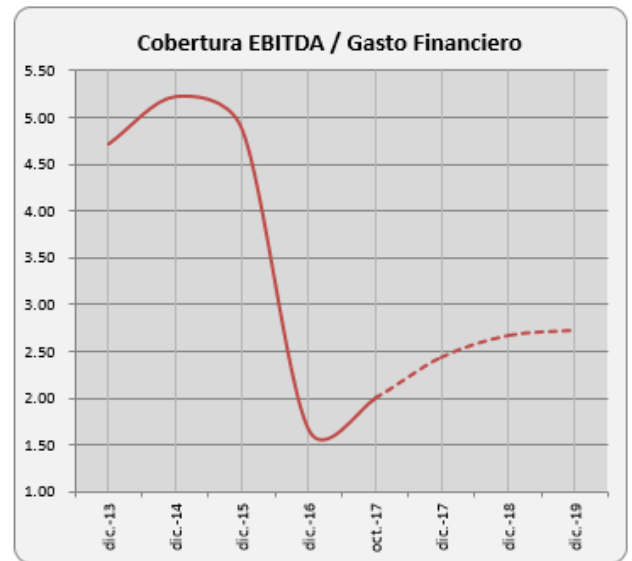
Fuente: Teojama Comercial S.A.
Elaboración BWR
Proyecciones ajustadas por BWR. Crecimientos anuales.
*crecimiento de octubre-2017 es anual.

El EBITDA al igual que las ventas se muestra volátiles en el período analizado por las razones expuestas anteriormente. En 2016 la contracción en ventas del 2016 generó una importante reducción del EBITDA de la Compañía frente al del 2015.

Esta situación se ha revertido a octubre-2017, donde observamos un crecimiento de 10.8% del EBITDA operativo y para finales del 2017 esperamos un EBITDA mayor en 22.4% al del 2016. Esto gracias al importante crecimiento en ventas que ha tenido la Compañía por la llegada de los modelos 2018, a las nuevas condiciones tributarias y al cambio de la estrategia comercial aplicada a partir del segundo semestre del año, que repercute en el margen bruto.

Por su lado en el 2018, proyectamos un crecimiento del 18.1% del EBITDA, como consecuencia de la mayor generación operativa de la Compañía.

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 mejore para finales de año, aunque a niveles inferiores a periodos anteriores (2.4 veces). Lo anterior se da principalmente por una generación operativa más limitada y un mayor nivel de endeudamiento financiero a los observados históricamente.

Esperamos que para fines del 2018 y 2019 dicha relación se mantenga sobre las 2.7 veces.



Estructura del Balance

ACTIVOS

| | dic-11 | dic-14 | dic-15 | dic-16 | oct-17 |
|----------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Total Activo Corriente | 60% | 55% | 55% | 55% | 49% |
| Fondos Disponibles | 2% | 2% | 4% | 4% | 1% |
| Inversiones corto plazo | 0% | 1% | 3% | 3% | 1% |
| CxC Comerciales | 35% | 36% | 32% | 31% | 31% |
| Inventarios Neto | 21% | 14% | 14% | 11% | 11% |
| Otras cuentas por cobrar | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% |
| Gastos anticipados | 2% | 2% | 2% | 4% | 4% |
| Otros activos corrientes | 0% | 0% | 0% | 1% | 1% |
| Total Activo No Corriente | 40% | 45% | 45% | 51% | 51% |
| Propiedad, planta y equipo | 15% | 18% | 19% | 20% | 20% |
| Inventarios no corrientes | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| Propiedades de inversión | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| Activo Financiero no Corriente | 24% | 26% | 24% | 29% | 29% |
| Inversiones Emp. Relac. | 0% | 1% | 2% | 2% | 2% |
| Activos Intangibles y Diferidos | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| Otros activos | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| Total Activo | 100.00% | 100.00% | 100.00% | 100.00% | 100.00% |

PASIVO Y PATRIMONIO

| Cuenta | dic-14 | dic-15 | dic-16 | oct-17 |
|----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Total Pasivo Corriente | 51% | 48% | 44% | 40% |
| Deuda Financiera CP | 36% | 31% | 30% | 26% |
| Deuda Comercial | 11% | 12% | 11% | 12% |
| Otros Pasivos CP | 4% | 5% | 3% | 2% |
| Total Pasivo LP | 1% | 2% | 10% | 12% |
| Deuda Financiera LP | 0% | 1% | 9% | 11% |
| Otros pasivos LP | 1% | 1% | 1% | 1% |
| PATRIMONIO | 47% | 50% | 46% | 48% |
| Total Pasivo y Patrimonio | 100% | 100% | 100% | 100% |

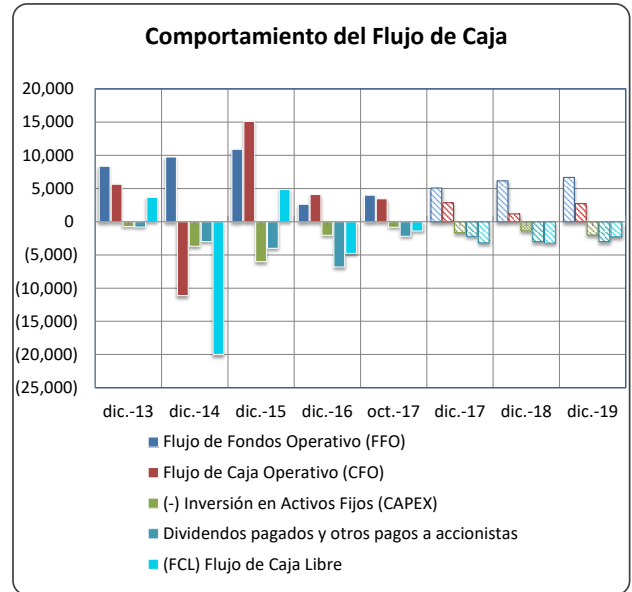
Fuente: Teojama Comercial S.A.
Elaboración: BWR

FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y TENDENCIAS

Si bien la generación operativa medida por el Flujo de Fondos Operativo (FFO) ha sido positiva, este se muestra bastante volátil al igual que el flujo de caja operativo (CFO).

A diciembre del 2016 el FFO se contrajo fuertemente, lo cual fue compensado en parte con una liberación de capital de trabajo por mayor recuperación neta de cartera comercial. El CFO sin embargo fue mucho menor al del 2015, principalmente por la reducción del EBITDA en un 49% y el incremento de USD 1.7 MM en gastos financieros. La generación de la empresa en 2016 se utilizó para realizar inversiones en CAPEX por USD 2.0 MM y existieron salidas patrimoniales por USD 6.8 MM de las cuales USD 5.2 MM fueron dividendos y la diferencia contribuciones solidarias al terremoto ocurrido en abril del año 2016. Por estas importantes salidas de efectivo el flujo de caja libre de la Compañía a diciembre del 2016 fue negativo en USD -4.8MM.

Gráfico 10



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

Con corte octubre-2017, observamos que Teojama presenta un CFO positivo, pues la liberación de inventarios y cuentas por cobrar a corto plazo han cubierto el requerimiento de capital ligado principalmente al incremento de cuentas por cobrar a largo plazo.

Sin embargo, para fin de año se espera un requerimiento de capital de trabajo derivado principalmente del incremento de la cartera comercial por las mayores ventas generadas en los últimos meses del año.

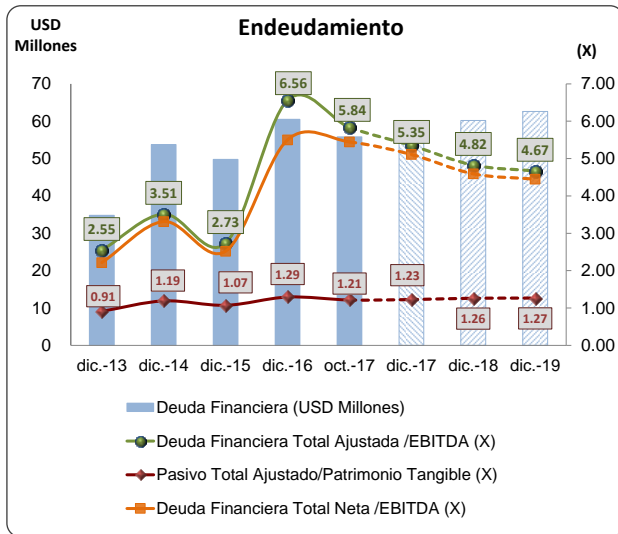
Por otro lado, la empresa mantiene gastos no operativos importantes y recurrentes, que impactan en la generación de flujo de caja libre (FCL). En el año 2017, existe un pago extraordinario a sus accionistas registrado como gasto no deducible (USD 2.2 MM) y un incremento de otros gastos no deducibles que ya se refleja a la fecha de corte.

En función del comportamiento de las inversiones de capital hasta el mes de octubre, se ha considerado un estimado hasta fin de año de USD 1.6 MM, relacionado principalmente a la construcción y adecuación del centro de colisiones y talleres ubicado en la ciudad de Guayaquil.

Tomando en consideración lo mencionado, para finales del 2017, el flujo de caja libre sería negativo en USD -3.1 MM.



Gráfico 11



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

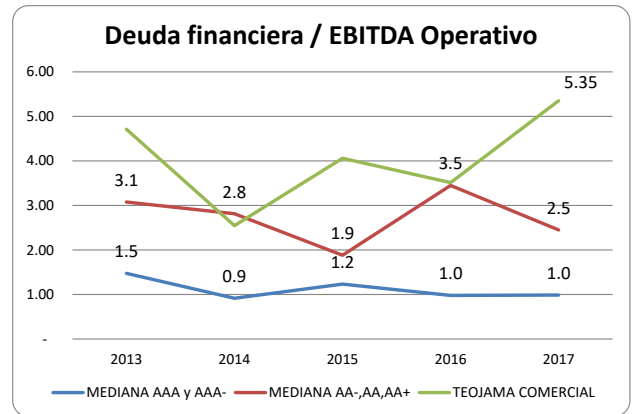
Los niveles de endeudamiento de Teojama en relación con su generación han sido históricamente variables tanto por la volatilidad de su EBITDA como por los requerimientos de capital de trabajo, ya sea para financiar inventarios o cuentas por cobrar.

Durante el 2015, año particularmente bueno en márgenes y generación de EBITDA, la relación Deuda financiera Total sobre EBITDA fue de 2.73 veces. No obstante, y por las razones expuestas a lo largo del informe, a diciembre-2016 y a octubre-2017 este índice alcanza las 6.5 y 5.84 veces el EBITDA respectivamente.

Como se observa en el gráfico 11, se espera que para el 2017 y 2018 el emisor consiga mantener niveles de endeudamiento entre 5.35 y 4.82 veces el EBITDA respectivamente, que son menores a los del año anterior, principalmente por el mejor desempeño operativo. Al mismo tiempo, el emisor espera mover una parte importante de su deuda desde el corto hacia el largo plazo, a través de la nueva emisión de obligaciones.

Se debe considerar que la recuperación mensual de la cartera comercial, que a octubre-2017 tiene un saldo USD 91.64 MM, constituye una fuente adicional de flujo que mitiga parcialmente el endeudamiento de la empresa.

Gráfico 12



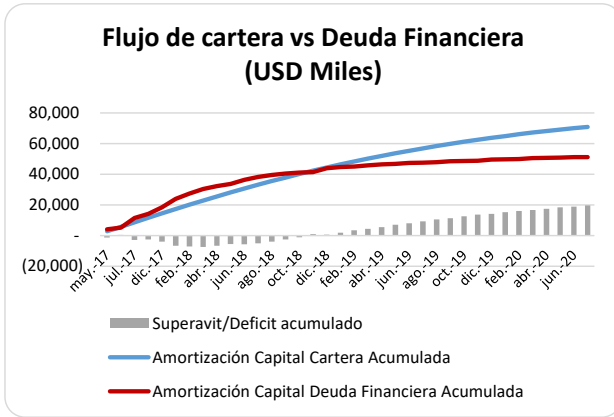
Elaboración: BWR
 Proyecciones ajustadas por BWR.

El emisor continúa manteniendo un nivel de deuda elevado, en relación a su generación, indicador que no se compara favorablemente con otros emisores con calificaciones en el rango de AA. Sin embargo, se considera que el nivel de endeudamiento es razonable considerando el negocio financiero que mantiene el emisor además del negocio comercial, y el calce de plazos entre activos y pasivos financieros.

Como se dijo anteriormente, se considera que las necesidades de capital de trabajo del emisor provienen principalmente de su operación de financiamiento a través de créditos directos para la compra de los vehículos que comercializa. Los vehículos se financian con plazos de hasta 48 meses.

La cartera comercial representa 1.64 veces el saldo de la deuda financiera total y, como se aprecia en el gráfico 13, la deuda financiera actual mantiene un calce relativo de plazos con la amortización de la cartera comercial otorgada, lo cual mitiga el riesgo de crédito. El peor descalce que se da entre la amortización de deuda financiera y la de cartera es del 8% y se da dentro de los doce primeros meses del análisis. A través de la VII emisión de obligaciones se espera que la Compañía mejore este descalce y así pueda crecer en ventas, sin requerir nuevo capital de trabajo.

Gráfico 13

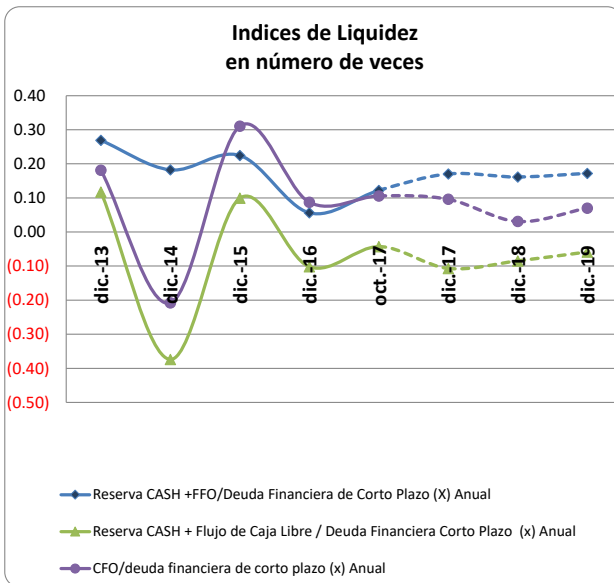


Elaboración: BWR
Proyecciones ajustadas por BWR.

El patrimonio de la empresa cubre el 94% de la totalidad de los activos de largo plazo, incluida la cartera comercial. De existir mayores apretones en los márgenes y/o en el EBITDA, nuevas regulaciones a la industria o decisiones atípicas, la Compañía probablemente necesitaría un endeudamiento superior al esperado.

Capacidad de Pago y Liquidez

Gráfico 14



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

Si bien la generación operativa de la Compañía es positiva, su liquidez en los años analizados se ha presionado. Adicionalmente, las necesidades para pago de interés e impuestos son importantes y reducen el flujo disponible para cubrir las variaciones de capital de trabajo. Por otro lado, la distribución de dividendos, las inversiones en CAPEX,

y el financiamiento a empresas relacionadas han absorbido el flujo generado, y se ha requerido refinanciar la deuda financiera todos los años.

La menor liquidez en el 2016 se explica principalmente por la contracción del negocio, sin embargo, observamos positivamente que el emisor ha refinanciado parte de su deuda hacia el largo plazo y esperamos que con la VII emisión de obligaciones, cuyo objeto es la sustitución de pasivos de corto plazo, este proceso continúe de forma que se logre un calce consistente con el plazo promedio de la cartera que financia. Esta emisión se la colocó a finales del mes de noviembre del 2017, por lo que al corte de este informe aún no se observan su efecto en el pasivo financiero del emisor.

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 45% 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-17 |
|-------------------------|---------|
| Activo Líquido (USD M) | 3,719 |
| Activo Ajustado (USD M) | 141,998 |
| Activo Total (USD M) | 150,575 |

| oct-17 | | | | |
|--------------|---|---------------------------------------|---------------------|---------------------------------|
| Prelación | Descripción | Pasivo + conting. Tributarios (USD M) | Pasivo Acum (USD M) | Cobert. Activo Ajustado (veces) |
| 1era | Pasivos tributarios*, empleados e IESS | 1,962 | 1,962 | 72.38 |
| 2nda | Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria) | 43,536 | 45,498 | 3.12 |
| 3era | Deuda sin garantía específica de balance | 33,089 | 78,587 | 1.81 |
| TOTAL | | 78,587 | 78,587 | 1.81 |

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 está garantizada con un fideicomiso en garantía que mantiene cartera originada por la empresa, y además con 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 emitido 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.

En cuanto a la capacidad de los activos registrados en el balance del emisor para ser liquidados, el 59% de los mismos representa la cartera de créditos que está garantizada por la unidad comprada; de acuerdo a la información entregada por emisor la cartera vencida más de 30 días representa 6.02% 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 49% de los activos son exigibles dentro de un año, del total de activos la cartera de corto plazo representa el 31% y los inventarios el 11% (neto de lo provisionado por obsolescencia); salvo lo expuesto, los activos son de buena calidad. El 51% restante representa principalmente la cartera de largo plazo con 29% y el activo fijo con 20%. 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 administra el fideicomiso es Fiducia S.A., Administradora de Fondos y Fideicomisos Mercantiles, institución de amplia trayectoria en esta función.

Para el efecto, Teojama ha transferido al Fideicomiso cartera generada por la adquisición de los productos que comercializa por su giro de negocio y 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.

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.

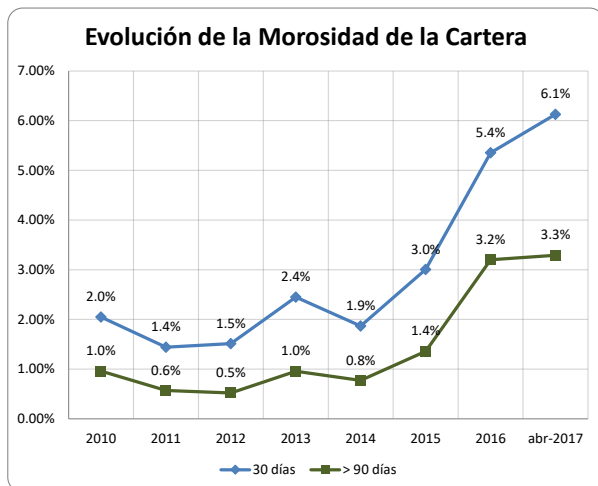
Por su parte la gestión de cobranza es progresiva y comprende distintas estrategias en función del conocimiento del cliente y antigüedad de la mora,

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 6.02%, 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 15



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

Análisis de la Cartera Transferida

La cartera debe 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 a la fecha de corte, cuyo saldo de capital representa 1.11 veces el saldo insoluto de la emisión:

| Características de Cartera Analizada | |
|--|--------------------|
| Corte Información | 31-oct-2017 |
| Cartera analizada (capital) | 6,828,141 |
| Número de Créditos | 268 |
| Saldo Promedio por Crédito (USD) | 25,478 |
| % créditos mayores a USD 100,000 | 3.1% |
| Plazo original promedio (número de cuotas) | 36 |
| Cuotas transcurridas promedio | 8 |
| Cuotas remanentes promedio | 28 |
| Tasa promedio ponderada cartera | 10.9% |
| % Financiam. Personas Naturales | 175.0% |
| Deuda Original / Avalúo garantía original (DAV original) | 82.7% |
| Saldo Deuda / Avalúo garantía ajustado* (DAV actual) | 66.9% |
| % financiamiento vehículos nuevos | 100.00% |
| % financiamiento vehículos pesados | 100.00% |
| % créditos con cuotas vencidas | 0% |
| Concentración Regional: | |
| Pichincha | 24.6% |
| Tungurahua | 12.4% |
| Manabí | 11.2% |
| Guayas | 10.8% |
| Cotopaxi | 2.2% |
| Otros (<5%) | 38.9% |

* 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 25M. Existe un crédito con un saldo superior a USD 100,000 y representa el 3.1% del total y es el más grande. Los 268 créditos pertenecen a 201 clientes. La mayor exposición por cliente representa 18.69% del total y el 23.5% 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 82.7%.

Los créditos que se encuentran dentro del fideicomiso a la fecha de corte no mantienen cuotas vencidas. Esto se da ya que el fideicomiso en garantía contempla que “la fiduciaria efectuará mensualmente con Teojama canjes de la cartera según las instrucciones que imparta el constituyente”.

Por último la cartera mantiene un plazo remanente promedio de 28 meses, frente a un plazo de 41 meses de la serie C de la emisión de obligaciones, que es la más larga. 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.

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.

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.

A continuación se encuentra un cuadro de la liquidez o circulante de los últimos 6 meses:

| | Activo corriente | Pasivo Corriente | Indicador Liquidez |
|---------------------------|-------------------------|-------------------------|---------------------------|
| may-17 | 74,282 | 59,311 | 1.25 |
| jun-17 | 85,038 | 63,010 | 1.35 |
| jul-17 | 72,572 | 51,048 | 1.42 |
| ago-17 | 66,735 | 50,611 | 1.32 |
| sep-17 | 80,450 | 61,575 | 1.31 |
| oct-17 | 73,966 | 46,895 | 1.58 |
| Promedio semestral | | | 1.37 |

En función de la certificación enviada por el emisor, podemos afirmar que la empresa cumple con los resguardos antes descritos.

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.



Además de la presenta emisión de obligaciones analizada en el presente informe, Teojama Comercial S.A mantiene la siguiente operación en el mercado:

| Tipo Instrumento | Monto autorizado (USD Miles) | Monto en circulación (USD Miles) | Calificación | Calificadora |
|-----------------------------|------------------------------|----------------------------------|--------------|--------------|
| V Emisión de Obligaciones | 12,000 | 6,000 | AA | BWR |
| VII Emisión de Obligaciones | 20,000 | - | AA | BWR |

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

| TEOJAMA COMERCIAL S.A. | | | | |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|
| (Miles de USD) | dic-14 | dic-15 | dic-16 | oct-17 |
| Resumen de Resultados | | | | |
| Ventas | 121,328 | 110,377 | 71,195 | 69,451 |
| % crecimiento | 11.6% | -9.0% | -35.5% | 20.2% |
| MARGEN BRUTO (%) | 16.3% | 22.3% | 17.7% | 14.4% |
| EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados) | 15,301 | 18,210 | 9,217 | 7,970 |
| MARGEN EBITDA (%) | 12.6% | 16.5% | 12.9% | 11.5% |
| EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados) | 15,301 | 18,210 | 9,217 | 7,970 |
| MARGEN EBITDAR (%) | 12.6% | 16.5% | 12.9% | 11.5% |
| EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados) | 14,454 | 17,031 | 8,057 | 7,228 |
| MARGEN EBIT (%) | 11.9% | 15.4% | 11.3% | 10.4% |
| Gasto Financiero del período | -2,933 | -3,738 | -5,522 | -3,991 |
| Impuestos a la renta | -2,636 | -3,570 | -1,071 | 0 |
| UTILIDAD NETA | 6,433 | 9,482 | 1,464 | 531 |
| Resumen Balance | | | | |
| Caja y Equivalentes de Caja | 3,059 | 3,901 | 9,794 | 3,719 |
| Cuentas por Cobrar Comerciales | 88,139 | 95,708 | 87,270 | 90,552 |
| Inventarios | 31,168 | 22,022 | 22,024 | 16,030 |
| Cuentas por Pagar Proveedores | 17,235 | 18,193 | 17,947 | 17,921 |
| Deuda Financiera Total | 53,764 | 49,798 | 60,485 | 55,809 |
| Otros Pasivos | 8,013 | 9,646 | 5,867 | 4,857 |
| Patrimonio | 71,313 | 77,097 | 71,772 | 71,988 |
| Patrimonio Tangible | 66,449 | 72,406 | 65,206 | 64,728 |
| Resumen Flujo de Caja | | | | |
| EBITDA OPERATIVO | 15,301 | 18,210 | 9,217 | 7,970 |
| (-) Gasto Financiero del período | -2,933 | -3,738 | -5,522 | -3,991 |
| (-) Impuesto a la renta del período | -2,636 | -3,570 | -1,071 | 0 |
| (-) Dividendos "preferentes" pagados en el período | 0 | 0 | 0 | 0 |
| FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations) | 9,732 | 10,903 | 2,624 | 3,978 |
| (-) Variación Capital de Trabajo | -20,841 | 4,187 | 1,451 | -531 |
| CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations) | -11,110 | 15,090 | 4,076 | 3,448 |
| (+) ingresos no operativos que impliquen flujo | 462 | 451 | 478 | 320 |
| (-) egresos no operativos que impliquen flujo | -2,934 | -700 | -479 | -3,026 |
| (+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo | 294 | 0 | 0 | 883 |
| (-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período | -3,000 | -4,000 | -6,808 | -2,200 |
| (-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX) | -3,688 | -6,014 | -2,035 | -827 |
| (-) Activos Diferidos, Intangibles y otros | 0 | 0 | 0 | 0 |
| (FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow) | -19,975 | 4,826 | -4,768 | -1,401 |
| Margen de Flujo de Caja Libre % | -16.5% | 4.4% | -6.7% | -2.0% |
| VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA | 18,976 | -3,966 | 10,687 | -4,676 |
| OTRAS INVERSIONES NETO | -490 | -18 | -25 | 2 |
| VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES | 0 | 0 | 0 | 0 |
| VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO | -1,484 | 842 | 5,894 | -6,076 |
| SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE) | 4,542 | 3,059 | 3,901 | 9,794 |
| Indicadores | | | | |
| FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x) | 4.32 | 3.92 | 1.48 | 2.00 |
| EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x) | 5.22 | 4.87 | 1.67 | 2.00 |
| EBITDA / Gasto Financiero del período (x) | 5.22 | 4.87 | 1.67 | 2.00 |
| Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera | 3.51 | 2.73 | 6.56 | 5.84 |
| Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera | 3.31 | 2.52 | 5.50 | 5.45 |
| Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%) | 43% | 39% | 46% | 44% |
| Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual | 0.18 | 0.22 | 0.06 | 0.12 |
| CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual | (0.21) | 0.31 | 0.09 | 0.11 |
| Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera) | (0.37) | 0.10 | (0.10) | (0.04) |
| Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre NETO (luego de inversiones en terceros)/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual | (0.38) | 0.10 | (0.10) | (0.04) |



| TEOJAMA COMERCIAL CONSOLIDADO | | | | |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|
| (Miles de USD) | dic-13 | dic-14 | dic-15 | dic-16 |
| Resumen de Resultados | | | | |
| Ventas | 111,261 | 124,271 | 113,365 | 74,383 |
| % crecimiento | 11% | 12% | -9% | -34% |
| MARGEN BRUTO (%) | 19.7% | 18.0% | 24.3% | 18.8% |
| EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados) | 12,512 | 16,126 | | 6,294 |
| MARGEN EBITDA (%) | 11.2% | 13.0% | 13.3% | 8.5% |
| EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados) | 12,512 | 16,126 | 15,122 | 6,294 |
| MARGEN EBITDAR (%) | 11% | 13% | 13% | 8% |
| EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados) | 11,872 | 14,892 | 19,900 | 7,249 |
| MARGEN EBIT (%) | 10.7% | 12.0% | 17.6% | 9.7% |
| Gasto Financiero del período | (2,898) | (2,933) | (3,738) | (5,522) |
| Impuestos a la renta | (2,456) | (2,681) | (3,619) | (1,121) |
| UTILIDAD NETA | 7,173 | 6,420 | 9,440 | 431 |
| Resumen Balance | | | | |
| Caja y Equivalentes de Caja | 4,779 | 3,308 | 4,137 | 10,131 |
| Cuentas por Cobrar Comerciales | 71,294 | 85,840 | 93,133 | 86,822 |
| Inventarios | 26,053 | 31,540 | 22,437 | 22,671 |
| Cuentas por Pagar Proveedores | 11,532 | 15,572 | 16,504 | 18,006 |
| Deuda Financiera Total | 34,788 | 53,832 | 49,940 | 60,543 |
| Otros Pasivos | 11,975 | 8,711 | 9,702 | 6,585 |
| Patrimonio | 67,581 | 70,731 | 77,124 | 70,186 |
| Patrimonio Tangible | 67,336 | 70,560 | 76,825 | 69,798 |
| Resumen Flujo de Caja | | | | |
| EBITDA OPERATIVO | 12,512 | 16,126 | 15,122 | 6,294 |
| (-) Gasto Financiero del período | -2,898 | -2,933 | -3,738 | -5,522 |
| (-) Impuesto a la renta del período | -2,456 | -2,681 | -3,619 | -1,121 |
| (-) 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) | 7,158 | 10,513 | 7,765 | -349 |
| (-) Variación Capital de Trabajo | -2,920 | -20,738 | 3,637 | 2,848 |
| CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations) | 4,237 | -10,225 | 11,402 | 2,498 |
| (+) ingresos no operativos que impliquen flujo | 619 | 245 | 173 | 305 |
| (-) egresos no operativos que impliquen flujo | -49 | -3,124 | -3,284 | -479 |
| (+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo | 0 | 0 | 0 | 0 |
| (-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período | -847 | -3,000 | -3,445 | -6,817 |
| (-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX) | -782 | -4,190 | 0 | 0 |
| (-) Activos Diferidos, Intangibles y otros | 0 | 0 | 0 | 0 |
| (FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow) | 3,178 | -20,294 | 4,846 | -4,493 |
| Margen de Flujo de Caja Libre % | 3% | -16% | 4% | -6% |
| VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA | -184 | 19,044 | -3,893 | 10,603 |
| OTROS FINANCIAMIENTO NETO | 0 | 0 | 0 | -26 |
| OTRAS INVERSIONES NETO | -83 | -221 | -126 | -90 |
| VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES | 0 | 0 | 0 | 0 |
| VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO | 2,911 | -1,471 | 828 | 5,995 |
| SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE) | 1,868 | 4,779 | 3,308 | 4,137 |
| Indicadores | | | | |
| FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x) | 3.47 | 4.58 | 3.08 | 0.94 |
| EBITDAR/cargos fijos(gasto financiero y cuota leasing del período)(x) | 4.32 | 5.50 | 4.05 | 1.14 |
| EBITDA / Gasto Financiero del período (x) | 4.32 | 5.50 | 4.05 | 1.14 |
| Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera | 2.78 | 3.34 | 3.30 | 9.62 |
| Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera | 2.40 | 3.13 | 3.03 | 8.01 |
| Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%) | 34% | 43% | 39% | 46% |
| Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual | 0.23 | 0.20 | 0.16 | (0.01) |
| CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual | 0.14 | (0.19) | 0.23 | 0.05 |
| Reserva CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual | 0.64 | (0.41) | 0.10 | (0.10) |
| Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera) | 0.10 | (0.38) | 0.10 | (0.10) |



La reproducción o distribución total o parcial de este documento está prohibida, salvo permiso escrito. La asignación y mantenimiento de las calificaciones de BANKWATCH RATINGS se realizan con base en información confiable que recibe de sus clientes y de otras fuentes que considera creíbles. BANKWATCH RATINGS lleva a cabo una evaluación razonable de la información sobre la que fundamenta su análisis de acuerdo con sus metodologías de calificación. Obtiene verificación razonable de la información de fuentes independientes en la medida en que dichas fuentes se encuentren disponibles. Dependiendo de la naturaleza del proceso de calificación y/o del emisor, la forma en que se realice la evaluación y el análisis de la información pueden variar, al igual que los requisitos de información para la calificación. Al emitir sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS confía en la labor de los expertos incluyendo auditores independientes con respecto a los estados financiero y abogados con respecto a los aspectos legales. No son de responsabilidad de BANKWATCH RATINGS : Las prácticas a través de las cuales se ofrecen y se colocan los valores al mercado, la naturaleza y calidad de la información pública relevante, los informes de auditoría , los acuerdos de procedimientos con terceros, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes realizados por terceros. En última instancia la institución calificada y/o el emisor son los responsables de la exactitud de la información que proporcionan a la Calificadora y al mercado en los documentos de oferta pública y otros informes.

Adicionalmente, las calificaciones por naturaleza son prospectivas por lo que incorporan hipótesis y supuestos sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o confirmó una calificación.

Los informes contienen información presentada por el cliente y analizada por BANKWATCH RATINGS, sobre la cual la Calificadora emite opiniones sin ninguna garantía. A menos que se indique lo contrario, la calificación de BANKWATCH RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de un cliente, emisor o emisión. Esta opinión se fundamenta en criterios establecidos y metodologías que BANKWATCH RATINGS evalúa y actualiza de forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de la Calificadora y ningún individuo o grupo de individuos, es particularmente 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 comprometida en la oferta o venta de ningún valor. Todos los informes de BANKWATCH RATINGS son de autoría compartida y por lo tanto las opiniones en ellos expresadas son de responsabilidad de la Calificadora y de ningún individuo en particular. Un informe de calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información requerida para un proceso de emisión. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento, a discreción de la Calificadora por una razón justificada y de acuerdo a la norma vigente. BANKWATCH RATINGS no proporciona asesoramiento de inversión. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener un valor. Las calificaciones no implican una opinión sobre si el precio de mercado es adecuado, sobre la conveniencia de algún valor para un inversionista en particular, o sobre la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los valores. La asignación, publicación o difusión de una calificación de BANKWATCH RATINGS no constituye su consentimiento para usar su nombre sin autorización. Todos los derechos reservados. ©®. BANKWATCH RATINGS 2017.