

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.

**Ultimo Cambio:** Fecha del Comité de Calificación en el que se decidió el cambio de calificación.

**NR:** No registra cambio de calificación.

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

Resumen Financiero

(Millones USD)	2016 (diciembre)	2017 (julio)
Activos	156,070	145,800
Ventas	71,195	45,948
Margen EBITDA (%)	12.9%	9.8%
ROE (%)*	2.0%	-2.2%
Deuda /Capitalización (%)	45.7%	44.1%
CFO / Deuda Fin CP (X)*	0.09	0.06
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X)	0.06	-0.15
Deuda Financiera Total /EBITDA (x)*	6.56	7.25
Deuda Financiera Total /FFO (x)*	23.05	19.12

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

Contactos:

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

Andrea Coronel  
(5932) 226 9767 ext. 108  
[acoronel@bwratings.com](mailto:acoronel@bwratings.com)

Fundamento de la Calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió otorgar la calificación de AA a la VII 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. 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 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. La menor dinámica del sector automotriz así como la contracción en ventas de la Compañía afectó de manera importante al EBITDA de 2016, que presenta una caída del 49,4% respecto al de 2015. A julio-2017, a pesar de la recuperación de las ventas de la empresa, el EBITDA muestra una reducción anual del 22%. La calificación otorgada incorpora la expectativa de que el EBITDA a fin de año se recupere tomando en cuenta mayores ventas y mejor margen bruto relacionado a la llegada de los modelos 2018 y a la política actual de ventas.

La salida de recursos por pagos a sus accionistas y otros gastos no deducibles presionaron de manera importante el endeudamiento de la empresa en relación a la generación durante los primeros meses del año. En consistencia con las proyecciones analizadas, esperamos que a diciembre-2017 la Compañía logre reducir aproximadamente un 12% del total de sus obligaciones financieras respecto a las mantenidas a diciembre-2016. Durante los siete primeros meses de este año ya observamos una disminución del 8%.

La recuperación del EBITDA y la reducción esperada de la deuda financiera, permitirían que los indicadores de cobertura y endeudamiento se ajusten a las expectativas según las proyecciones. En nuestro criterio el comportamiento esperado tanto del EBITDA como de la deuda financiera para fines del 2017, están fundamentados.

Las necesidades de financiamiento del emisor provienen principalmente de su política de otorgar créditos directos para la compra de los vehículos que comercializa, lo cual justifica un endeudamiento relativamente más alto. La cartera representa 1.6 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. La empresa a través de la presente emisión de obligaciones mejorará la estructura de plazos de su pasivo, hecho que optimizaría su capacidad de pago y que se incorpora en las proyecciones.

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

**CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN CALIFICADA**

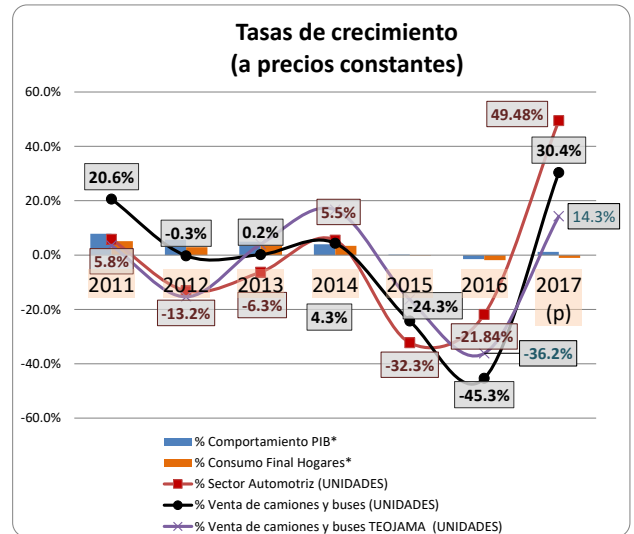
VII Emisión de Obligaciones		
Emisor:	TEOJAMA COMERCIAL S.A	
Monto Total Emisión	20,000,000.00	
	<b>Clase A</b>	<b>Clase B</b>
Monto	10,000,000	10,000,000
Plazo:	1440 días	1440 días
Cupón de Interés:	Fija anual 7.50%	Fija anual 7.50%
Pago de Interés:	Trimestral	Trimestral
Pago de Capital:	Trimestral	Trimestral
Garantía:	General y Específica	
Destino de la Emisión:	100% sustitución de pasivos bancarios con personas jurídicas, dejando expresa constancia que bajo ningún concepto serán empresas o personas vinculadas con la Compañía.	
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**

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 vehículos<sup>1</sup>. 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 para diciembre del 2017 el sector automotriz 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) vuelve al 12% a partir de junio-2017.

Se prevé que en el año 2017 se comercialicen en Ecuador alrededor de 95,000 nuevos vehículos, equivalente a un crecimiento de 49.5%. Con datos oficiales al mes de julio-2017 se han vendido 53,117 unidades cuando a julio-2016 se habían vendido 32,692 unidades, lo que refleja una importante recuperación en unidades del 62%.

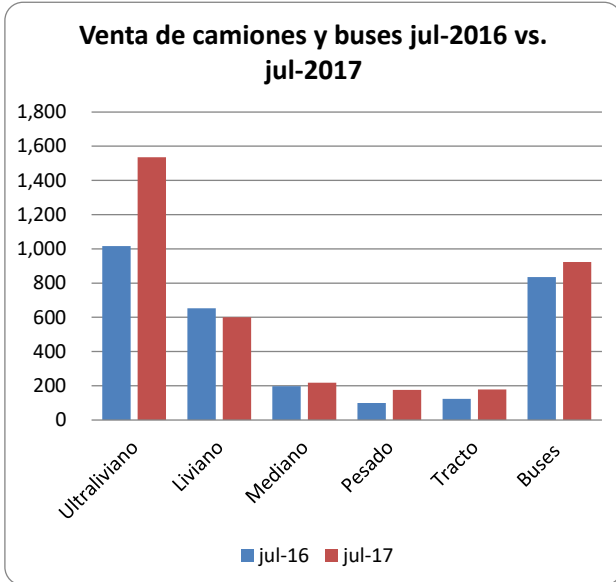
La industria del mercado automotriz que nos compete en este análisis es la del subsector de buses y camiones. Como se puede apreciar en el gráfico 1 la industria de buses y camiones sufrió una mayor contracción que el mercado automotriz en general en 2016, esto debido a la coyuntura económica que vivió el país, así como la implementación de salvaguardias arancelarias. Se espera que esta situación mejore pues según disposiciones del nuevo Gobierno las sobretasas implementadas a 2,152 subpartidas arancelarias debían eliminarse progresivamente hasta el mes de junio-2017.

A julio-2017 según información de la AEADE las ventas en el segmento de pesados (camiones y buses) evidencian una recuperación del 24.2%, influenciado principalmente por el segmento de camiones.

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

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 recuperación que han tenido los subsegmentos de camiones y en menor medida de buses.

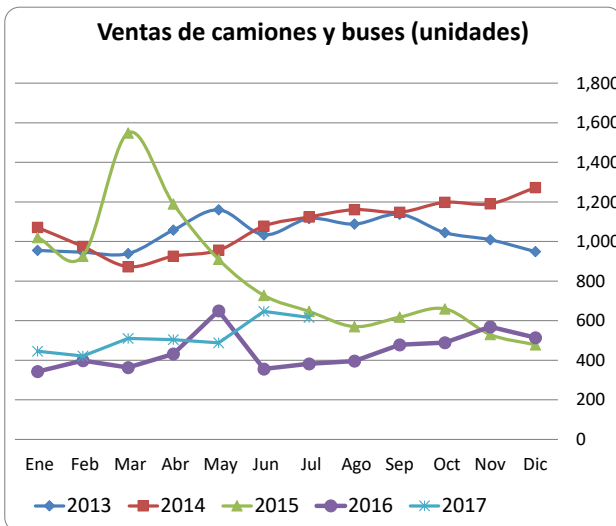
Grafico 2



Fuente: AEADE  
Elaboración BWR

A continuación, se puede evidenciar el comportamiento que ha tenido el subsector de camiones y buses desde el año 2013 tomando en cuenta las ventas de enero a diciembre de cada año y el repunte en ventas mencionado en párrafos anteriores con corte julio-2017.

Grafico 3



Fuente: AEADE  
Elaboración BWR

Otro de los riesgos que enfrenta el mercado en el que se desenvuelve Teojama Comercial S.A., es la volatilidad del yen frente al dólar (USD), ya que alrededor del 36% 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.

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.

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 al 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)<sup>2</sup>, impulso el acceso a nuevas tecnologías de movilidad, generación de líneas de crédito preferenciales para renovaciones y revisión de impuestos.<sup>3</sup>

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.

### 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 cuenta con 127 empleados.

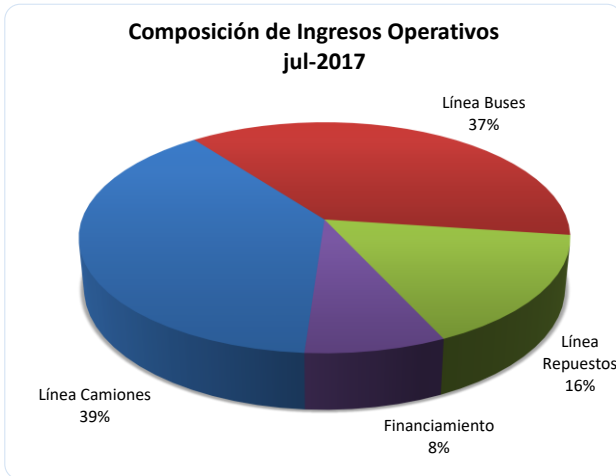
<sup>2</sup> <http://www.elcomercio.com/actualidad/empresas-automotrices-ecuador-plan-renova.html>

<sup>3</sup> <http://www.aeade.net/el-sector-automotor-define-cinco-propuestas-claves-para-apoyar-el-desarrollo-productivo/>



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

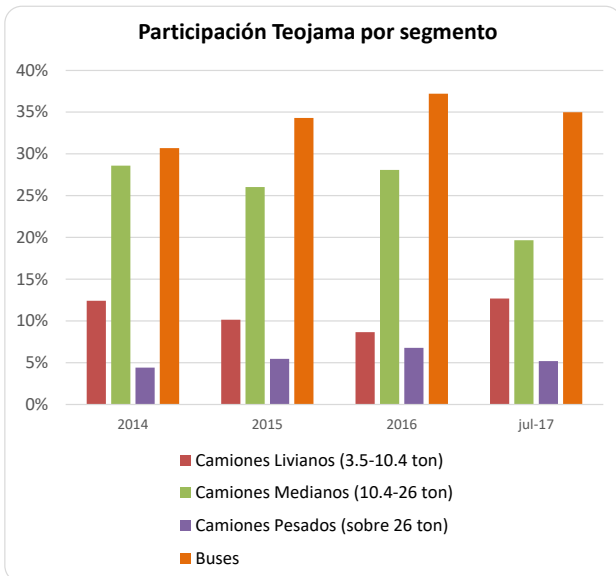
**Gráfico 4**



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 a diciembre-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 esta tendencia se revierte a julio-2017 donde su principal competidor ha ganado cuota de mercado debido a los descuentos que oferta a sus clientes.

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 12.7%, 20% y 35%, 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.

Consideramos que la representación de la marca HINO es una fortaleza para la empresa, no solo por su apoyo técnico y financiero sino también por ser una marca líder en el mercado ecuatoriano dentro de su segmento. Con corte julio-2017, HINO mantiene una participación del 43% en el segmento de buses y camiones.

Otra 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 1.63 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.

Posteriormente, 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. 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. 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 se conforma 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. 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.

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 dic-2016 fue de USD 6.2MM, mientras que el EBITDA de Teojama se ubicó en USD 9.2MM.

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 49% 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 julio 2017 el patrimonio de Teojama es de USD 70.85 MM, y de este el 63.5% 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%
	45,000,000	100.00%

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<sup>4</sup> de parte de sus utilidades. 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 a 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 amplia conocimiento del sector automotriz y se encargará de la estrategia comercial.

El Gobierno Corporativo de la empresa ha mostrado ser eficiente en cuanto a la implementación de

<sup>4</sup> Capitalización = Deuda financiera ajustada + patrimonio

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 al 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 con corte julio-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.

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.

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

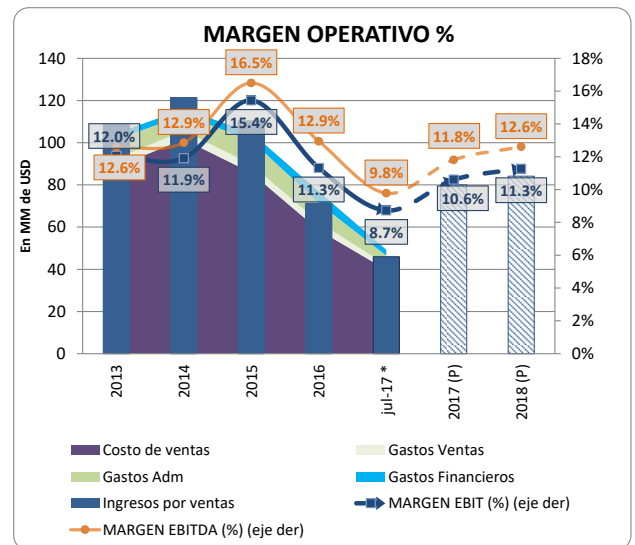
Comercial Tres, así como el detalle de la cartera fideicomitada, que cubre el porcentaje de cobertura requerido. Adicionalmente, se revisaron las políticas de originación y cobranzas de Teojama y los indicadores históricos de morosidad de la cartera.

**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.

A julio-2017 observamos un crecimiento interanual de las ventas tanto en unidades (18%) como en dólares (12.4%), derivado de una recuperación de los ingresos en todas sus líneas de negocios y de un mayor dinamismo de la industria. Para finales del presente año esperamos que las ventas sean aproximadamente de USD 80,125MM, o 12.5% más que el 2016.

**Grafico 6**



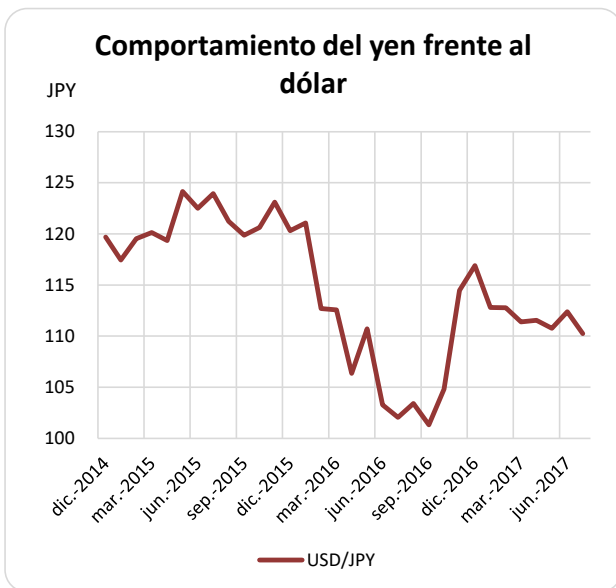
Fuente: Teojama Comercial S.A.  
 Elaboración BWR  
 Proyecciones ajustadas por BWR.  
 \*crecimiento de julio-2017 es anual.

La Compañía se encontraba otorgando descuentos a sus clientes para reducir el inventario con sobretasas que mantenía, sin embargo y según comentarios de la Administración, a partir del mes de agosto la mencionada política ya no regirá. La generación operativa de Teojama incluye los intereses por el financiamiento otorgado a los clientes y la venta de repuestos. Este último ha aumentado su participación sobre el total de las

ventas debido a las inversiones en la línea de talleres que ha realizado la Compañía.

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 cuatro puntos porcentuales (17.71%) debido principalmente a la contracción de ventas y a la revaluación del yen explicadas en párrafos anteriores.

**Gráfico 7**

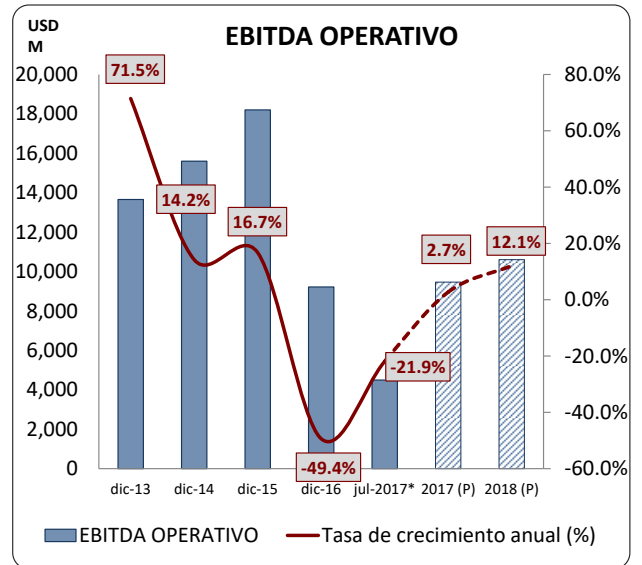


Fuente: [www.investing.com](http://www.investing.com) Elaboración: BWR

A la fecha de corte y a pesar de que ha existido un aumento de las ventas, se aprecia un deterioro significativo del margen bruto (13.43% frente a 17.84% de julio-2016) derivado especialmente de los descuentos que otorgó la Compañía como estrategia comercial, y que 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 agosto ya no manejaría esta estrategia se puede decir que fue un tema coyuntural por liquidación de inventario anterior. Esperamos que para finales de año el margen bruto se ubique en 16.5%. Adicionalmente, como se observa en el gráfico 7, el yen ha vuelto a fortalecerse en los primeros meses del 2017.

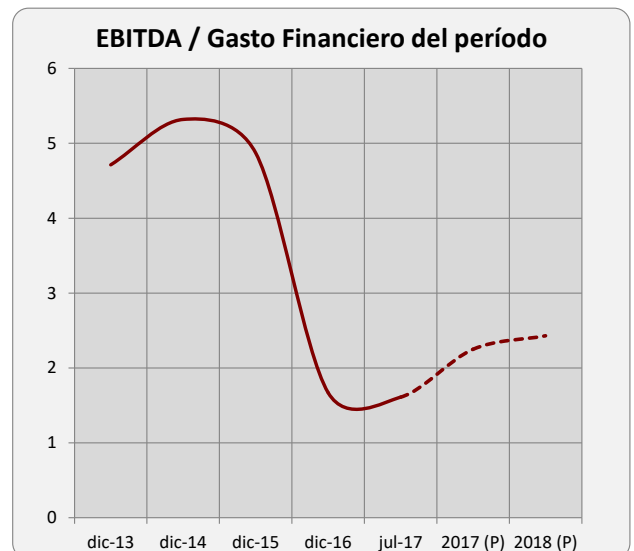
**Gráfico 8**



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

Si bien se aprecia una contracción importante del EBITDA tanto en 2016 y hasta el mes de julio-2017, se espera que a partir del mes de agosto exista una recuperación significativa del margen bruto, debido a la llegada de los modelos 2018, a las nuevas condiciones tributarias y al cambio de la coyuntura competitiva explicada en el párrafo anterior, lo cual permitiría revertir la tendencia actual y terminar con un EBITDA mayor en 2.7% al del 2016.

**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, aunque, en menor proporción a lo observado en periodos anteriores (2.2 veces) para finales del año. Lo anterior se da principalmente por una generación operativa más limitada y un mayor nivel de endeudamiento financiero a lo observado históricamente.

**Estructura del Balance**

	dic-14	dic-15	dic-16	jul-17
<b>Total Activo Corriente</b>	60%	55%	55%	50%
Fondos Disponibles e Inv. Temporales	2%	3%	6%	2%
CxC Comerciales	35%	36%	32%	33%
Inventarios Neto	21%	14%	14%	10%
Otras cuentas por cobrar	1%	1%	1%	1%
Gastos anticipados y otros	2%	2%	2%	4%
<b>Total Activo No Corriente</b>	40%	45%	45%	50%
Propiedades	15%	18%	19%	20%
Inversiones Emp. Relac.	0%	1%	2%	2%
CxCobrar LP Comerciales	24%	26%	24%	28%
CxCobrar LP Relacionadas	0%	0%	0%	0%
Activos Diferidos	0%	0%	0%	0%
<b>Total Activo</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

	dic-14	dic-15	dic-16	jul-17
<b>Total Pasivo Corriente</b>	51%	48%	44%	35%
Deuda Financiera CP	36%	31%	30%	23%
Deuda Comercial	11%	12%	11%	9%
Otros Pasivos CP	4%	5%	3%	3%
<b>Total Pasivo LP</b>	1%	2%	10%	16%
<b>Total Pasivo</b>	53%	50%	54%	51%
<b>PATRIMONIO</b>	47%	50%	46%	49%
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

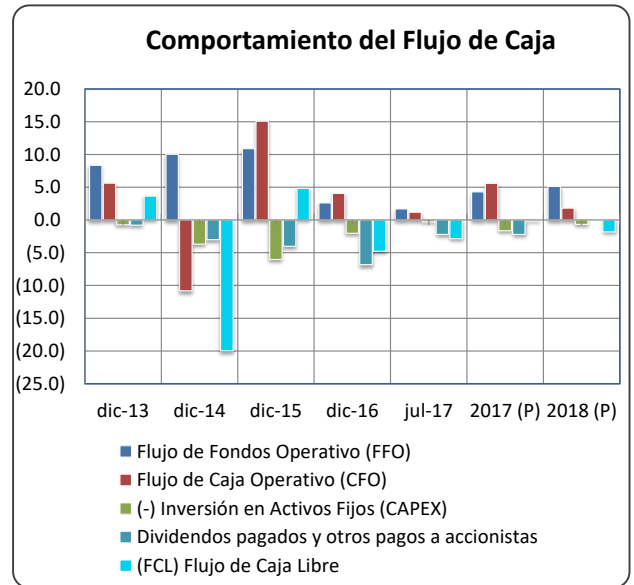
Fuente: Teojama Comercial S.A.  
Elaboración: BWR

**FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y TENDENCIAS**

Si bien la generación operativa medida por el Flujo de Fondos Operativo (FFO) ha mantenido una tendencia histórica positiva, se observa que el flujo de caja operativo (CFO) ha sido bastante volátil.

A diciembre del 2016 el FFO se contrae 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 es mucho menor al del 2015, principalmente por la reducción del EBITDA en un 49% y el incremento de USD 1,769 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 5,235MM 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**



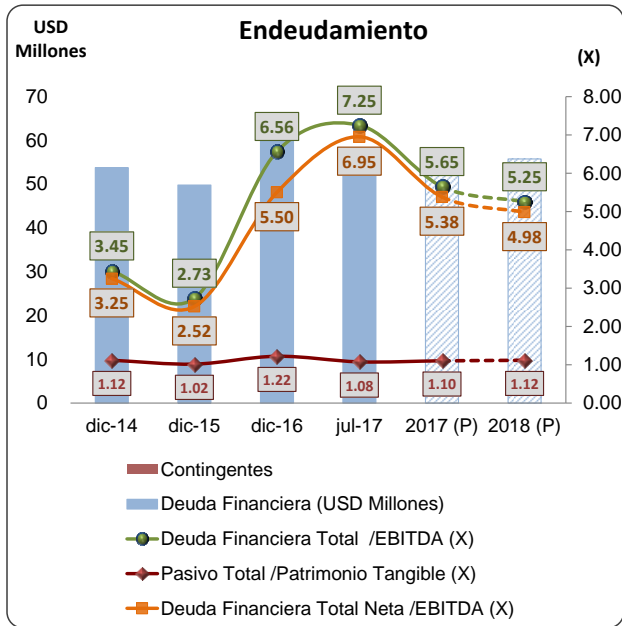
Fuente: Teojama Comercial S.A.  
Elaboración: BWR  
Proyecciones ajustadas por BWR

Con corte julio-2017, observamos que Teojama presenta un CFO positivo, así su generación operativa le ha permitido cubrir los requerimientos de capital ligados principalmente al incremento de cuentas por cobrar a largo plazo y el desembolso de flujo para el pago a sus proveedores. Para fin de año se espera un aporte positivo de capital de trabajo derivado principalmente la liberación de inventarios y recuperación neta de cartera comercial.

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 gastos no deducibles que ya se refleja a la fecha de corte.

Se debe considerar que la recuperación mensual de la cartera comercial, que a julio-2017 tiene un saldo USD 87.8 MM, constituye una fuente adicional de flujo que mitiga parcialmente el endeudamiento de la empresa.

Gráfico 11

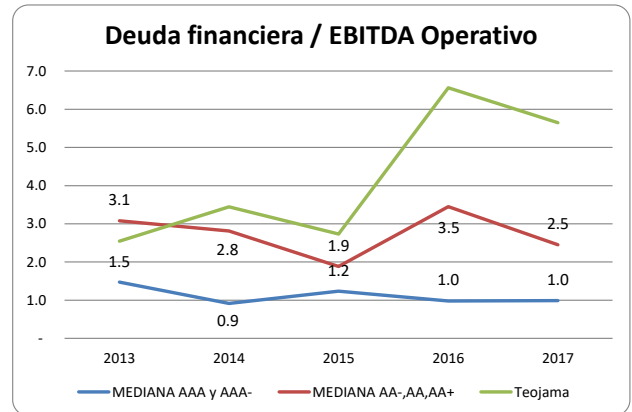


(X) Indicador en veces  
 Fuente: Teojama Comercial S.A.  
 Elaboración: BWR  
 Proyecciones ajustadas por BWR

Los niveles de endeudamiento de Teojama en relación 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 2.73 veces. No obstante, y por las razones expuestas a lo largo del informe, a diciembre-2016 y a julio-2017 este índice alcanza las 6.5 y 7.25 veces el EBITDA respectivamente. Como se observa en el gráfico 11, se espera que para el 2017 el emisor consiga mantener niveles de endeudamiento entre 5.65 veces el EBITDA, esto principalmente por el mejor desempeño operativo y una reducción del 12% del total de sus obligaciones financieras respecto a las mantenidas en diciembre-2016.

Gráfico 12



Elaboración: BWR  
 Proyecciones ajustadas por BWR.

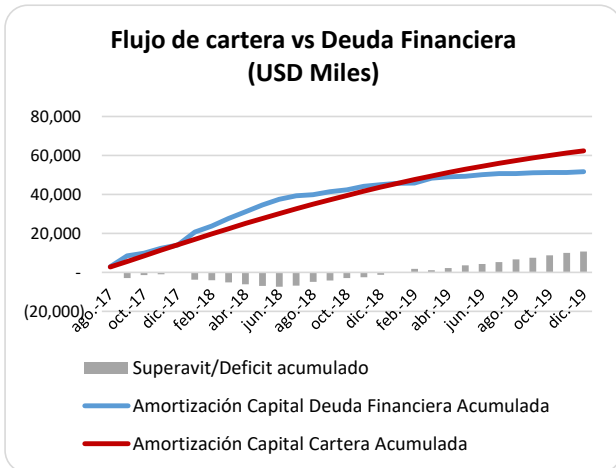
El emisor continúa manteniendo un nivel de deuda elevado, en relación a su generación, indicador que no se compara favorablemente con otros emisores con calificaciones en el rango de AA. Sin embargo, se considera que el nivel de endeudamiento es razonable considerando el negocio financiero que mantiene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

Como se dijo anteriormente, se considera que las necesidades de financiamiento del emisor provienen principalmente de su operación de financiamiento a través de créditos directos para la compra de los vehículos que comercializa. La cartera comercial representa 1.6 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.

Los vehículos se financian con plazos de hasta 48 meses. Es importante señalar que el endeudamiento en relación con su patrimonio no es alto, ya que la deuda financiera constituye el 80% del patrimonio tangible.

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. El peor descalce que se da entre la amortización de deuda financiera y la de cartera es del 12% y se da dentro de los doce primeros meses del análisis. La presente emisión de obligaciones le permitirá a la Compañía mejorar este descalce, y así crecer en ventas, sin requerir nuevo capital de trabajo.

Gráfico 13

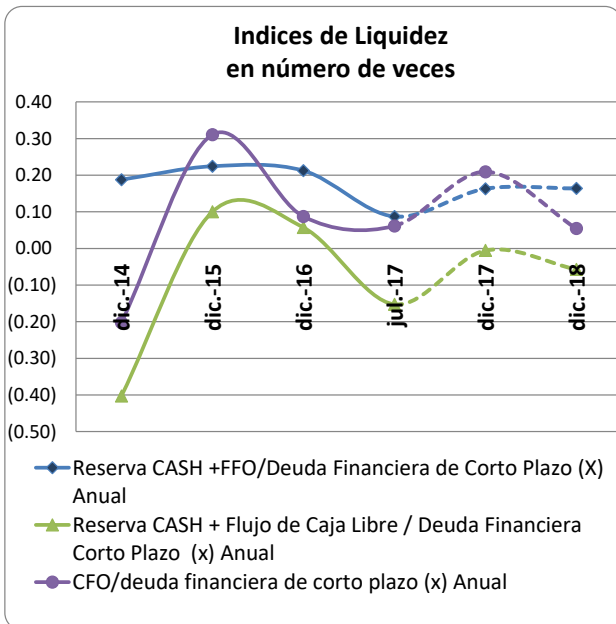


Elaboración: BWR  
Proyecciones ajustadas por BWR.

De existir mayores apretones en los márgenes y/o en el EBITDA, nuevas regulaciones a la industria o decisiones atípicas, la Compañía 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 nueva emisión de obligaciones, cuyo objeto es la sustitución de pasivos de corto plazo, este proceso continúe de forma que se logre un mejor calce consistente con el plazo promedio de la cartera que financia.

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	jul-17
Activo Líquido (USD M)	2,323.61
Activo Ajustado (USD M)	144,584.29
Activo Total (USD M)	145,799.61

Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios, empleados e IESS	2,617	2,617	55.25
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	42,134	44,751	3.23
3era	Deuda sin garantía específica de balance	30,198	74,950	1.93
<b>TOTAL</b>		<b>74,950</b>	<b>74,950</b>	<b>1.93</b>

La calificación otorgada se fundamenta en el análisis del emisor como negocio en marcha, el cual se describe a lo largo de este informe. El estudio de la capacidad de liquidación de los activos refleja que los valores en circulación entran en tercera prelación, con una cobertura de 1.93 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 20 millones, y se compromete a mantenerlos y reponerlos, de ser el caso, por el saldo en circulación hasta su redención total. 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. 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 61% 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 5.99% de su saldo actual. La cartera con probabilidad de pérdida está provisionada adecuadamente de acuerdo al criterio de la administración y representa cerca del 1.2% del total de la cartera.

Un 50% de los activos son exigibles dentro de un año, del total de activos la cartera de corto plazo representa el 33% y los inventarios el 10% (neto de lo provisionado por obsolescencia); salvo lo expuesto, los activos son de buena calidad. El 50% restante representa principalmente la cartera de largo plazo con 28% 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 Tres, 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 Séptima 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 125% 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 de la 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 Tres, 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.

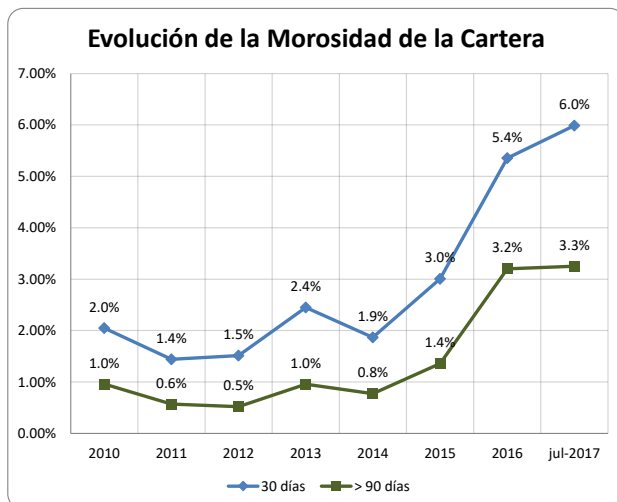
Por su parte la gestión de cobranza es progresiva y comprende distintas estrategias en función del conocimiento del cliente y antigüedad de la mora,

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 5.99%, 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 de la cartera inicial a transferirse al Fideicomiso, cuyo saldo de capital representa 1.48 veces el monto a emitirse.

**Características de Cartera Analizada**

Corte Información	30-Jul-2017
Cartera analizada (capital)	25,733,856
Número de Créditos	900
Saldo Promedio por Crédito (USD)	28,593
% créditos mayores a USD 100,000	n/a
Plazo original promedio (número de cuotas)	43
Cuotas transcurridas promedio	14
Cuotas remanentes promedio	29
Tasa promedio ponderada cartera	11.1%
% Financiam. Personas Naturales	92.5%
Deuda Original / Avalúo garantía original (DAV original)	79.6%
Saldo Deuda / Avalúo garantía ajustado* (DAV actual)	53.4%
% financiamiento vehículos nuevos	100.00%
% financiamiento vehículos pesados	100.00%
% créditos con cuotas vencidas	0%
Concentración Regional:	
Pichincha	34.5%
Tungurahua	11.7%
Manabí	10.9%
Guayas	12.0%
Cotopaxi	1.9%
Otros (<5%)	29.0%

\* 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 28M. No hay créditos que tengan un saldo superior a USD 100,000 y el más grande representa solamente 0.4% del total. Los 900 créditos pertenecen a 819 clientes. La mayor exposición por cliente representa 1.15% del total y solamente el 3.31% 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 79.6%.

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”.

A futuro se podrá observar la evolución de la calidad de la misma, considerando que en promedio los créditos tienen solamente 14 meses de plazo transcurrido, y un promedio de 29 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.

Por último la cartera mantiene un plazo remanente promedio de 29 meses, frente a un plazo de 48 meses de las clases A y B de la emisión de obligaciones.

## 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.

## 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 presente emisión de obligaciones analizada en el presente informe, Teojama Comercial S.A mantiene las siguientes operaciones en el mercado:

Tipo Instrumento	Monto autorizado (USD Miles)	Monto en circulación (USD Miles)	Calificación	Calificadora
V Emisión de Obligaciones	12,000	7,000	AA	BWR
VI Emisión de Obligaciones	7,000	6,563	AA	BWR

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

Atentamente,

Patricio Baus

Gerente General



<b>TEOJAMA COMERCIAL</b>					
<b>(Miles de USD)</b>	<b>dic-13</b>	<b>dic-14</b>	<b>dic-15</b>	<b>dic-16</b>	<b>jul-17</b>
<b>Resumen de Resultados</b>					
Ventas	108,677	121,328	110,377	71,195	45,948
% crecimiento	11.1%	11.6%	-9.0%	-35.5%	12.4%
MARGEN BRUTO (%)	18.3%	16.3%	22.3%	17.7%	13.4%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	13,657	15,600	18,210	9,217	4,493
MARGEN EBITDA (%)	12.6%	12.9%	16.5%	12.9%	9.8%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	13,657	15,600	18,210	9,217	4,493
MARGEN EBITDAR (%)	12.6%	12.9%	16.5%	12.9%	9.8%
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	13,095	14,454	17,031	8,057	4,010
MARGEN EBIT (%)	12.0%	11.9%	15.4%	11.3%	8.7%
Gasto Financiero del periodo	-2,898	-2,933	-3,738	-5,522	-2,789
Impuestos a la renta	-2,414	-2,636	-3,570	-1,071	0
UTILIDAD NETA	7,423	6,433	9,482	1,464	(922)
<b>Resumen Balance</b>					
Caja y Equivalentes de Caja	4,542	3,059	3,901	9,794	2,324
Cuentas por Cobrar Comerciales	72,729	88,139	95,708	87,270	88,999
Inventarios	25,722	31,168	22,022	22,024	14,766
Cuentas por Pagar Proveedores	11,436	17,167	18,149	17,947	13,291
Deuda Financiera Total	34,788	53,764	49,798	60,485	55,856
Otros Pasivos	12,497	8,081	9,690	5,866	5,803
Patrimonio	68,030	71,313	77,097	71,772	70,850
Patrimonio Tangible	67,471	70,608	76,265	68,940	69,635
<b>Resumen Flujo de Caja</b>					
EBITDA OPERATIVO	13,657	15,600	18,210	9,217	4,493
(-) Gasto Financiero del periodo	-2,898	-2,933	-3,738	-5,522	-2,789
(-) Impuesto a la renta del periodo	-2,414	-2,636	-3,570	-1,071	0
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el periodo(ingreso manual diferenciando de total div pagados	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	8,345	10,031	10,903	2,624	1,704
(-) Variación Capital de Trabajo	-2,719	-20,841	4,187	1,451	-503
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	5,627	-10,810	15,090	4,076	1,201
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	688	462	451	478	148
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	-1,134	-2,934	-700	-479	-2,290
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	0	0	0	0	583
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el periodo	-800	-3,000	-4,000	-6,808	-2,200
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-742	-3,688	-6,014	-2,035	-292
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	0	0	0	0	0
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	3,639	-19,970	4,826	-4,769	-2,850
Margen de Flujo de Caja Libre %	3.3%	-16.5%	4.4%	-6.7%	-6.2%
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	-184	18,976	-3,966	10,687	-4,629
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	-638	-49	110	-25	9
OTRAS INVERSIONES NETO	0	-440	-127	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	2,818	-1,484	842	5,893	-7,470
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	1,725	4,542	3,059	3,901	9,794
<b>Indicadores</b>					
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	3.88	4.42	3.92	1.48	1.61
EBITDAR/cargos fijos(gasto financiero y cuota leasing del periodo)(x)	4.71	5.32	4.87	1.67	1.61
EBITDA / Gasto Financiero del periodo (x)	4.71	5.32	4.87	1.67	1.61
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	2.55	3.45	2.73	6.56	7.25
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiere	2.21	3.25	2.52	5.50	6.95
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	34%	43%	39%	46%	44%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.27	0.19	0.22	0.21	0.09
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	0.18	(0.20)	0.31	0.09	0.06
Reserva CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.16	(0.40)	0.10	0.06	(0.15)
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	0.12	(0.37)	0.10	0.05	(0.15)



<b>TEOJAMA COMERCIAL CONSOLIDADO</b>				
<b>(Miles de USD)</b>	<b>dic-13</b>	<b>dic-14</b>	<b>dic-15</b>	<b>dic-16</b>
<b>Resumen de Resultados</b>				
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)	12,463	13,002	11,838	5,815
MARGEN EBITDA (%)	11.2%	10.5%	10.4%	7.8%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	12,463	13,002	11,838	5,815
MARGEN EBITDAR (%)	11%	10%	10%	8%
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	11,823	11,768	16,616	6,770
MARGEN EBIT (%)	10.6%	9.5%	14.7%	9.1%
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
<b>Resumen Balance</b>				
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
<b>Resumen Flujo de Caja</b>				
EBITDA OPERATIVO	12,463	13,002	11,838	5,815
(-) 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)	7,108	7,389	4,481	-828
(-) Variación Capital de Trabajo	-2,920	-20,738	3,637	2,848
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	4,188	-13,349	8,118	2,019
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	619	245	173	305
(-) 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	-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 %	0	0	0	0
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
<b>Indicadores</b>				
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	3.45	3.52	2.20	0.85
EBITDAR/cargos fijos(gasto financiero y cuota leasing del periodo)(x)	4.30	4.43	3.17	1.05
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	4.30	4.43	3.17	1.05
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	2.79	4.14	4.22	10.41
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	2.41	3.89	3.87	8.67
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	34%	43%	39%	46%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.23	0.14	0.09	(0.02)
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	0.14	(0.25)	0.17	0.04
Reserva CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.64	(0.41)	0.10	(0.10)
Reserva en CASH+lineas 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 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 o emisor. Esta opinión se fundamenta 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 ningún tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener títulos. Las calificaciones no implican una opinión sobre si el precio de mercado es adecuado, sobre la conveniencia de algún título para un inversionista en particular, o sobre la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. La asignación, publicación o difusión 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 2017.