

Ecuador

Emisión de Obligaciones

Calificación inicial

Teojama Comercial S.A.

Calificación

Tipo Instrumento	Resultado Calificación	Calif. Anterior	Último cambio
VIII 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)	2017 (diciembre)	2018 (julio)
Activos	169,2	180,8
Ventas	87,4	64,6
Margen EBITDA (%)	10,15%	12,17%
ROE (%) *	1,06%	5,16%
Deuda / capitalización (%)	45,20%	48,47%
CFO / Deuda Fin CP *(X)	-0,05	-0,30
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X)	-0,15	-0,52
Deuda Financiera Total Ajustada /EBITDA* (x)	7,33	5,66
Deuda Financiera Total Ajustada/FFO *(x)	29,36	9,23

* Indicador anualizado para julio-2018
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 otorgar la calificación de AA a la VIII Emisión de Obligaciones analizada en este estudio. La calificación otorgada refleja nuestra opinión en cuanto al cumplimiento oportuno del pago del capital e intereses en los términos y condiciones de la emisión calificada y demás compromisos financieros de la empresa.

La calificación utiliza una escala local, que indica el riesgo de crédito relativo dentro del mercado ecuatoriano y por lo tanto no incorpora el riesgo de convertibilidad y transferencia. La calificación sí incorpora los riesgos del entorno macroeconómico y de la industria que podrían afectar positiva o negativamente el riesgo de crédito del emisor y/o de la transacción.

La calificadora considera que Teojama Comercial S.A. es una empresa madura con amplio conocimiento de su mercado y capaz de mitigar en parte los riesgos de la industria en la que se desenvuelve. La Compañía comparte con otra empresa no relacionada la representación de la marca japonesa HINO en Ecuador, que es la líder en el segmento de camiones livianos, medianos y buses.

En 2016 la caída del segmento de vehículos pesados fue importante, lo cual se reflejó también en una contracción de las ventas del emisor. Tal como se esperaba el mercado automotriz se recuperó de forma importante a partir del segundo semestre del 2017 por la eliminación de las salvaguardias y la disminución del impuesto al valor agregado, tendencia que continúa en 2018.

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 y a un entorno operativo más complejo, tanto las ventas como el EBITDA se muestran volátiles. En el 2017 se observó 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 incrementó significativamente desde fines del 2016 aunque esperamos que en 2018 este muestre una tendencia a mejorar. La empresa mantiene como principal mitigante al mayor endeudamiento, una cartera de créditos importante y 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 1.4 veces el saldo de la deuda financiera total, y se aprecia un calce relativo entre esta y el pasivo financiero, que mitiga el 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.

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

VIII Emisión de Obligaciones			
Emisor:	TEOJAMA COMERCIAL S.A		
Monto Total Emisión	20,000,000.00		
	Clase A	Clase Teo	Clase C
Monto	17,500,000	500,000	2,000,000
Plazo:	1440 días	540 días	380 días
Cupón de Interés:	Fija anual 7.15%	Fija anual 6,80%	Fija anual 4,80%
Pago de Interés:	Trimestral	Trimestral	Trimestral
Pago de Capital:	Semestral	Al vencimiento	Al vencimiento
Garantía:	General		
Destino de la Emisión:	100% sustitución de pasivos bancarios de corto plazo 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.		

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.

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	2.000	AA	BWR
VI Emisión de Obligaciones	7.000	4.813	AA	BWR
VII Emisión de Obligaciones	20.000	17.500	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



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 financieros 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 2018.