



55
años de existencia

Teojama Comercial S.A.
Desde 1963



123
colaboradores



\$87
millones en ventas anuales
(2017)



\$169
millones en activos
(2017)

\$79
millones de patrimonio
(2017)



Fortalezas

- Solidez financiera y operacional.
- Integración vertical del negocio (Ventas, Repuestos y Financiamiento).
- Las marcas comercializadas por la compañía son de prestigio a nivel internacional así como una importante y positiva trayectoria en el sector automotriz.
- La concesión de crédito directo en la compra de los vehículos permite facilitar el proceso de venta.

Oportunidades

- Expectativas de crecimiento de la inversión extranjera en sectores estratégicos para el país (Código APP).
- Demanda de pequeñas empresas, PYMES, o consumidores de carga.
- Bajo nivel de restitución de camiones que puede dar oportunidad de crecimiento para repuestos.
- Reactivación e impulso al mantenimiento vial, así como grandes obras de infraestructura.

FODA

Debilidades

- Bajo nivel de cobertura en el canal horizontal en la línea de consumo masivo
- Falta de cobertura de todos los segmentos de mercado, específicamente a los utilitarios, 4x4 y camionetas.

Amenazas

- Impacto en costos como consecuencia de exposición a tipos de cambio adversos.
- Regulaciones relacionadas con normas de seguridad.
- Fuerte competencia en el mercado, por el ingreso de marcas con menores precios



1413
camiones vendidos en 2017



28%
market share BUSES

AA

Calificación de riesgo
BANKWATCH RATINGS



Características de la emisión

	Monto	Plazo	Tasa de interés	Pago de intereses	Pago de capital
Clase A	\$17,500,000	1440 días	7.15%	Trimestral	Semestral
Clase TEO	\$500,000	540 días	6.80%	Trimestral	Al Vencimiento
Clase C	\$2,000,000	380 días	4.80%	Trimestral	Al Vencimiento



**¿Por qué
Invertir en
TEOJAMA
COMERCIAL
S.A.?**

- Empresa con una marca de alta recordación en el medio y respaldada por fabricantes extranjeros. Modelo de negocio exitoso bajo el esquema de venta de camiones a crédito.
- Reconocida solidez financiera que le ha permitido gestinar adecuadamente la obtención de recursos financieros.
- Capacidad de reacción para hacer frente a una probable reducción de las ventas con una mínima afectación a su generación de efectivo.
- Emisión respaldada por una sólida calificación de riesgo e interesante rentabilidad para el inversionista.

Teojama Comercial S.A.
Desde 1963

Mediante la Resolución emitida por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros en el mes de julio, se aprueba la fusión por absorción de la compañía TEJAMA COMERCIAL S.A. (absorbente) con la compañía TALLERES Y SERVICIOS S.A. SERVITALLERES (absorbida).

Gráfico 1: Evolución Ventas Reales
En Miles US\$

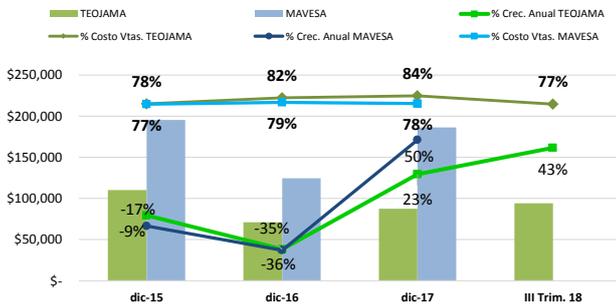


Gráfico 1, Evolución de ventas: Con la información al mes de agosto 2018, se pronostica un crecimiento para el tercer trimestre de 43% con respecto al anterior año, resultado primero de la fusión que ha mantenido la compañía con Servitalleres S.A. para su red de post venta, en la cual, adquiere 9 talleres de servicio, segundo por la reactivación del mercado automotriz ante la reducción paulatina de las salvaguardas y una leve recuperación del sector especialmente el segmento de livianos y se mantiene un costo sobre ventas del 85% que se ha incrementado desde finales del año 2016. Históricamente, con la contracción de la economía y salvaguardas, el segmento de pesados fue el más impactado en ventas, ya que se redujeron sus ingresos cerca del 50% comparado con 2014. Para TEOJAMA, si bien fue un impacto importante, no fue crucial como sucedió con otras compañías exclusivamente dedicadas al segmento de pesados. Para contrarrestar esta contracción, la compañía ha sido muy proactiva en ofrecer gran variedad de promociones, servicios mejorados de post-venta y, sobre todo, seguir ofreciendo crédito directo a sus clientes. En el año 2016 se muestra un comportamiento decreciente en el mercado nacional de vehículos y transporte pesado, de tal forma que a fin de año las unidades vendidas disminuyen un 22%, se muestra en el 2017 un importante crecimiento general del sector automotriz de en promedio 49%, por lo que para la compañía en 2016 se observa un mayor impacto en las ventas con respecto al año 2015 con un decrecimiento del 35%. Su principal competidor, MAVESA, mantiene similar comportamiento.

Gráfico 2: Ventas Proyectadas
En Miles US\$

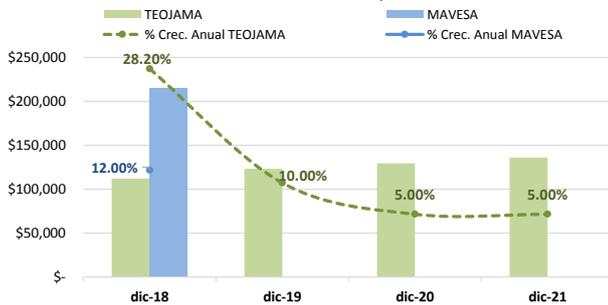


Gráfico 2, Ventas proyectadas: En el año 2017 hubo un gran dinamismo del mercado, y ya con la información cortada al mes de agosto se espera que el crecimiento sea de 28% a finales del 2018, en línea con las expectativas del emisor. Tomando en cuenta la realidad del sector en el que se encuentra inmerso TEOJAMA, las proyecciones fueron realizadas en un escenario conservador. Otro factor importante de mencionar es que la compañía cambia su estructura de precios, por factores económicos como el decremento de las salvaguardias, entre otros, que permiten la recuperación general de la industria. Los crecimientos en ventas a partir del año 2018 llegan a estabilizarse, por lo cual se espera una recuperación paulatina tomando en cuenta mayores ingresos por las ventas de vehículos, especialmente por renovaciones importantes de buses. Creciendo en 2020 un 5% manejando descuentos menos agresivos, manteniendo que la economía se recuperará progresivamente. MAVESA termina el año 2017 con un 50% de crecimiento en promedio, a pesar de haber caído un 36% el ejercicio 2016, y para el 2018 espera crecer un 12%.

Gráfico 3: Escenario de Estrés
Flujo en Miles de US\$ y % Crec. Ventas

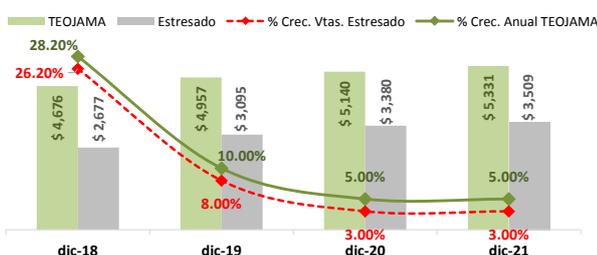


Gráfico 3, Flujo de efectivo: Históricamente TEOJAMA revela una ágil capacidad para generar liquidez y cubrir sus obligaciones tanto financieras como con proveedores, así como también financiar sus planes de inversión en activos fijos. A pesar de proyectar ventas futuras en niveles muy inferiores a los de sus promedios históricos, su flujo operativo se mantiene en rangos elevados producto de la capacidad de generación de recursos propios derivado de su estrategia de crédito directo a sus clientes cuyo aporte a las ventas es significativo. Ante un estrés de dos puntos porcentuales menos en crecimiento de ventas, 0.5 puntos porcentuales en el costo de ventas sobre ventas y 2 días de estrés a los indicadores de rotación se evidencia una mínima disminución de los flujos generados, sin embargo, esto no implica la necesidad de financiamiento adicional en el periodo analizado para las proyecciones.

Gráfico 4: Estructura del Balance
En miles de US\$

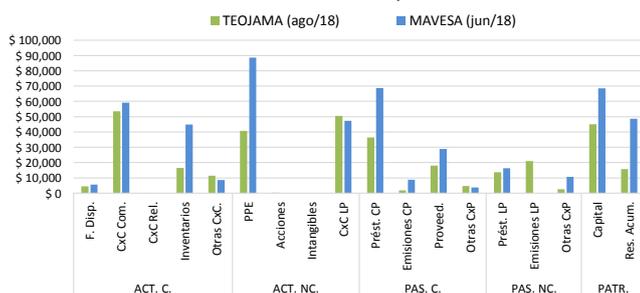


Gráfico 4, Estructura del balance: Para el mes de agosto, la cuenta con mayor representación en los activos es la cartera comercial tanto en el corto como largo plazo, siendo así que forma el 62% de los activos corrientes. El activo a largo plazo muestra una tendencia creciente desde el año 2015, al igual que una de sus cuentas principales que es la de propiedad, planta y equipo, pero la que mayor muestra relevancia es la de otras cuentas que en general se encuentra constituida por cuentas por cobrar a largo plazo por razón del giro del negocio, mencionado con anterioridad. Las obligaciones de corto plazo constituyen la principal fuente de financiamiento sin que ello signifique una concentración de la deuda, ya que, a pesar de tener apertura con entidades financieras, en el año 2015 tiene 97% del total de pasivos pero ya para este pasado año 2017, esta con el 67%, demostrando que TEOJAMA ha cambiado su estructura de financiamiento, ya que hasta el año 2015, no tomaba créditos bancarios importantes de largo plazo, puesto que tanto sus inversiones de capital, así como el financiamiento a clientes lo realiza con fondos propios, pero a partir del año 2016 esto cambia, tanto en entidades bancarias como su presencia en el mercado de valores. El total pasivos de la compañía financia un 50% de los activos en 2015 y se mantiene en agosto del 2018 con un 55%. Por otro lado, MAVESA mantiene una estructura diferente, la cual se encuentra dominada por su activo fijo y su estructura de financiamiento se concentra en el corto plazo.

Gráfico 5: Indicadores de rotación

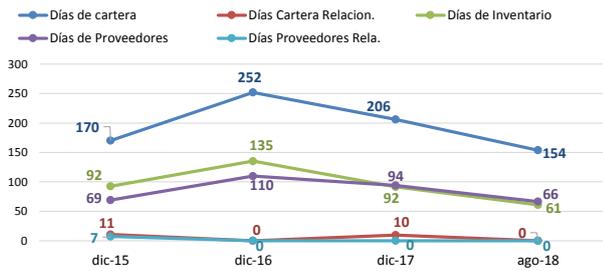


Gráfico 5, Indicadores de rotación: Para el mes de agosto 2018, se muestra una mejora en los indicadores de rotación, el cobro de la cartera comercial mejora en un 39% desde el año 2016, al igual que la rotación de inventario que disminuye en un 55% desde el mismo periodo, el pago a proveedores a respuesta de la mejora en el cobro mejora sus días de pago en un 40% en agosto del 2018 desde el año 2016. TEOJAMA a razón de que a partir del mes de mayo del 2017 se va reduciendo la pérdida y mantiene una tendencia creciente a nivel de ventas, es por ello por lo que se muestran mejores indicadores de rotación. Históricamente, como consecuencia de la dinámica decreciente de las ventas, la conversión del inventario se ha retrasado, mientras que los plazos de cobro a clientes aumentan y pago a proveedores aumenta en respuesta al aumento de días de cobro. Con todo esto se refleja la adecuada gestión de la compañía producto de su larga trayectoria que le ha permitido mantener un adecuado control crediticio de sus clientes, por lo que su cartera vencida ha estado en niveles de 5% del total de la cartera a mediados del 2018.

Gráfico 6: Indicadores de Rentabilidad

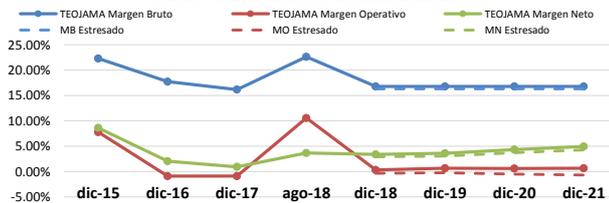


Gráfico 6, Indicadores de rentabilidad: A pesar de la situación económica del sector automotriz, la compañía con una buena gestión llega a diciembre del 2017 con una utilidad neta de USD 801 miles, y con el crecimiento mantenido hasta el mes de agosto de 2018 se espera que para los próximos años se mantenga con resultados positivos y con una ligera tendencia creciente, se debe tomar en cuenta que los primeros meses del año se otorga descuentos a los clientes para eliminar el inventario de años anteriores, por lo que para finales del 2018 esperamos que el margen bruto se ubique en 16%, en línea con las proyecciones del cliente. Históricamente, el decrecimiento de las ventas de la compañía se ha mitigado con una reducción del costo de ventas neto, esta reducción se debe por dos factores: absorción de parte del arancel por parte de la afiliada de Colombia (Hino/Toyota), así como una depreciación del Yen y del peso colombiano durante el 2015. Esto hace que TEOJAMA alcance en el ejercicio 2015 los mejores resultados operativos de los últimos tres años, lo cual, en conjunto con los importantes ingresos derivados del financiamiento a sus clientes, permiten obtener un margen neto 4% más alto que los del año precedente. Pero todo esto es lo contrario para 2016 ya que se mostró un deterioro significativo del margen bruto (17,7% frente a 22,3% de 2015) derivado especialmente de una revaluación del yen frente al dólar.

ESTRUCTURA DE MÁRGENES	BRUTO	OPERATIVO	NETO	EBITDA
TEOJAMA (ago/18)	22.63%	10.57%	3.65%	8.90%
MAVESA (jun/18)	22.21%	-0.69%	0.98%	-7.30%

Gráfico 7: Flujo de Caja Libre (Miles US\$) y Ratios (veces)

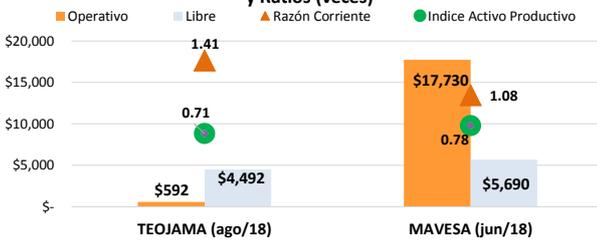


Gráfico 7, Flujo de Caja Libre: Se observa un flujo operativo positivo de USD 592 miles, tomando en cuenta el requerimiento de capital de trabajo atado a la mayor generación operativa que se refleja en las cuentas por cobrar de largo plazo y el pago a proveedores, comparado a diciembre del año 2017 se tiene mejores niveles de rotación tanto en su cartera comercial como inventario. TEOJAMA maneja su financiamiento con los proveedores y préstamos bancarios además del mercado de valores y terminar la caja final con USD 4.5 millones. La razón corriente en el periodo analizado tiene un valor mayor a la unidad mostrando capacidad para cumplir con sus obligaciones financieras, deudas o pasivos a corto plazo, históricamente esta razón ha mantenido una tendencia creciente desde el año 2015.

Gráfico 8: Endeudamiento (Pasivo/Patrimonio) En veces

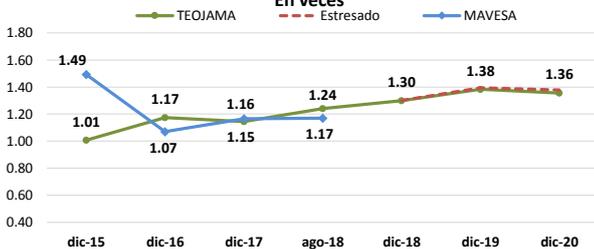


Gráfico 8, Endeudamiento: Gracias a su Capital Pagado (\$45 millones) que le da una sólida estructura patrimonial, TEOJAMA ha financiado en promedio 50% de sus Activos con Fondos Propios y el otro 50% con Deuda Bancaria o del Mercado de Valores. Además, la política de sus accionistas ha sido un conservador reparto de dividendos a fin de destinar estos recursos para su continuo crecimiento. Esto hace que los ratios de endeudamiento se hayan mantenido en niveles poco volátiles, siendo 1.01 veces el pasivo sobre patrimonio para el 2015 y llega hasta 1.15 a diciembre del 2017, mostrando estabilidad financiera ya que en agosto de 2018 tan solo aumenta en 0.08 veces, contrarrestando la deuda en entidades bancarias, con la nueva emisión de obligaciones, con la finalidad de reemplazar parte del pasivo financiero ampliando su plazo para un flujo de caja más holgado, lo cual no tendrá un efecto sobre los indicadores de endeudamiento, como dato importante; los vehículos se financian con plazos de hasta 48 meses.

Gráfico 9: Nuestra percepción de riesgo respecto al negocio TEOJAMA COMERCIAL S.A.

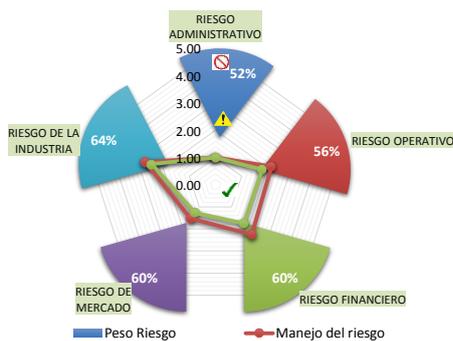


Gráfico 9, Percepción de riesgo: Este gráfico muestra en tres escalas nuestra percepción del riesgo. El tamaño de los pasteles representa la importancia que tiene ese riesgo para la empresa, la línea roja representa cómo se ha manejado cada riesgo en el pasado en una escala sobre cinco puntos y la línea verde representa cómo impactará este riesgo en el futuro en una escala sobre cinco puntos siendo 5 un manejo más pobre del riesgo y 1 un manejo más eficiente. Se aprecia de esta forma qué riesgos serán mitigados y cuales presentan una tendencia a incrementar. En general el riesgo más importante para TEOJAMA es el de la Industria, principalmente por las sobretasas arancelarias a varias partidas de importaciones, en este caso de vehículos ya que desde hace algunos años el sector automotriz se encuentra fuertemente regulado debido al interés del Gobierno de reducir las importaciones. Se va a mitigar este año con la reducción paulatina de las salvaguardas ya que, desde el mes de mayo de 2017, se muestra un importante crecimiento general del sector automotriz de 49%. El siguiente riesgo es el de mercado, que ha sido bien controlado. El riesgo financiero que tiene el mismo peso que el de mercado, con la menor generación y la salida de recursos por pagos de impuestos y dividendos a sus accionistas hacen que el endeudamiento en relación se incremente significativamente, se mitiga principalmente por la capacidad de TEOJAMA de generar un flujo operativo positivo que permite ir amortizando la deuda y disminuir el apalancamiento. Con la emisión de obligaciones y el aumento de préstamos se reduce la estructura de deuda a corto plazo. El siguiente riesgo es el operativo, se espera formalizar la planificación estratégica para alinear las metas de la organización y así también estabilizar la fluctuación que se ha visto históricamente en los márgenes de rentabilidad. Por último, el riesgo administrativo no representa un riesgo mayor y ha sido muy bien controlado con buenas prácticas de gobierno corporativo.

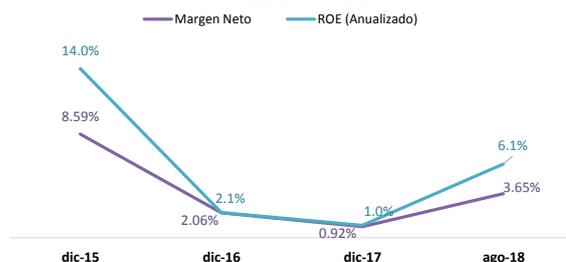
Sobre la emisión

Emisor	TEOJAMA COMERCIAL S.A.			Objeto de la emisión:	100% Sust. Pasivos Bancarios de CP
Monto Emisión (miles US\$)	\$17,500 (A)	\$500 (TEO)	2,000.00 (C)	Calificadora / Calificación:	BANKWATCH / AA F. Comité: 13/09/18
Plazo de la Emisión:	1440 días	540 días	380 días	Calificación vigente:	AA Fecha de Revisión: 13/09/18
Rendimiento	7.15%	6.80%	4.80%	Estructurador/Colocador:	Mercapital Casa de Valores S.A.
Amortización de Capital:	Semestral	Al Vencimiento	Vencimiento	Rep. Obligacionistas:	Bondholder Representative
Pago de intereses:	Trimestral	Trimestral	Trimestral	Garantía:	General
Tipo de emisión:	VIII Emisión de Obligaciones			Agente Pagador:	Decevale S.A.

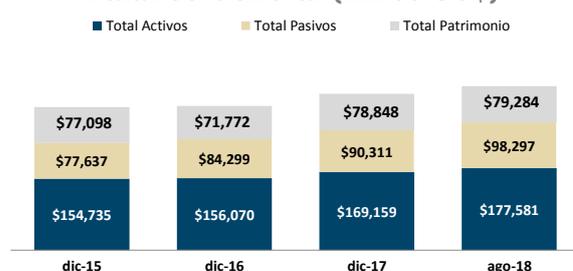
Estados Financieros

Balance General	dic-15	dic-16	dic-17	ago-18
Miles de US\$	NIIF	NIIF	NIIF	Internos
<i>Efectivo y equivalentes</i>	\$3,901	\$9,794	\$8,328	\$4,492
<i>CxC Comerciales</i>	\$52,123	\$49,798	\$50,050	\$53,484
<i>CxC Relacionadas</i>	\$3,306	\$0	\$2,346	\$86
<i>Inventarios</i>	\$22,022	\$22,024	\$18,644	\$16,416
<i>Gastos anticipados</i>	\$3,825	\$3,734	\$5,235	\$8,920
<i>Otros activos corrientes</i>	\$49	\$788	\$1,981	\$2,493
Activo Corriente	\$85,226	\$86,138	\$86,584	\$85,891
<i>Activo fijo</i>	\$28,363	\$29,629	\$39,031	\$40,729
<i>Propiedades de Inversión</i>	\$0	\$0	\$0	\$0
<i>Inversiones en acciones</i>	\$832	\$2,832	\$2,832	\$388
<i>Intangibles</i>	\$0	\$0	\$0	\$0
<i>Otras CxP largo plazo</i>	\$40,314	\$37,472	\$40,713	\$50,573
Activo Largo Plazo	\$69,509	\$69,933	\$82,576	\$91,690
Total Activos	\$154,735	\$156,070	\$169,159	\$177,581
<i>Préstamos</i>	\$37,407	\$44,193	\$28,194	\$36,493
<i>Emisiones propias CP y PC</i>	\$11,158	\$2,500	\$9,138	\$1,935
<i>Proveedores</i>	\$16,431	\$17,890	\$19,116	\$17,910
<i>Proveedores Relacionados</i>	\$1,762	\$58	\$0	\$0
<i>Otras CxP</i>	\$8,266	\$4,297	\$4,413	\$4,612
Pasivo Corriente	\$75,024	\$68,937	\$60,862	\$60,950
<i>Oblig. Financieras</i>	\$1,234	\$6,792	\$6,727	\$13,735
<i>Emisiones propias LP</i>	\$0	\$7,000	\$20,981	\$21,058
<i>Otras CxP largo plazo</i>	\$1,380	\$1,570	\$1,741	\$2,554
Pasivo no corriente	\$2,613	\$15,362	\$29,449	\$37,347
Total Pasivos	\$77,637	\$84,299	\$90,311	\$98,297
<i>Capital Social</i>	\$45,000	\$45,000	\$45,000	\$45,000
<i>Resultados Acumulados</i>	\$10,307	\$10,618	\$17,796	\$18,613
<i>Reservas, aportes y otros</i>	\$21,790	\$16,154	\$16,052	\$15,671
Total Patrimonio	\$77,098	\$71,772	\$78,848	\$79,284

Miles de US\$	dic-15	dic-16	dic-17	ago-18
Pérdidas y Ganancias	NIIF	NIIF	NIIF	Internos
<i>Ventas</i>	\$110,377	\$71,195	\$87,377	\$83,553
<i>Costo de Ventas</i>	\$85,775	\$58,586	\$73,262	\$64,649
<i>% sobre Ventas</i>	77.71%	82.29%	83.85%	77.37%
Utilidad Bruta	\$24,602	\$12,609	\$14,115	\$18,904
<i>Margen Bruto</i>	22.29%	17.71%	16.15%	22.63%
<i>Gastos de Venta</i>	\$3,906	\$3,802	\$4,239	\$3,846
<i>Gasto Administrativo</i>	\$12,137	\$9,428	\$10,652	\$6,230
<i>Gastos Operativos</i>	\$16,043	\$13,230	\$14,891	\$10,076
<i>% de Ventas</i>	14.53%	18.58%	17.04%	12.06%
Utilidad Operativa	\$8,559	(\$620)	(\$776)	\$8,829
<i>Margen Operativo</i>	7.75%	-0.87%	-0.89%	10.57%
<i>Gastos Financieros</i>	(\$3,738)	\$2,677	\$2,087	(\$3,510)
<i>% de Ventas</i>	3.39%	-3.76%	-2.39%	4.20%
<i>Otros Gastos / Ingresos</i>	\$8,222	\$478	\$444	(\$2,272)
<i>Impuesto a la Renta</i>	\$3,562	\$1,071	\$954	\$0
Utilidad Neta	\$9,482	\$1,464	\$801	\$3,047
<i>Margen Neto</i>	8.59%	2.06%	0.92%	3.65%
EBITDA (Añualizado)	\$17,337	\$628	\$665	\$11,159
<i>Margen EBITDA</i>	15.71%	0.88%	0.76%	8.90%

Rentabilidad

Indicadores Financieros

	dic-15	dic-16	dic-17	ago-18
TACC Ventas		4.33%		
TACC Costo de Ventas		4.18%		
Razón Corriente	1.14	1.25	1.42	1.41
Prueba Ácida	0.84	0.93	1.12	1.14
Pasivo/Activo	0.50	0.54	0.53	0.55
Pasivo/Patrimonio	1.01	1.17	1.15	1.24
EBITDA/Pasivo Finan.	0.35	0.01	0.01	0.15
ROE (Añualizado)	14.0%	2.1%	1.0%	6.1%
ROA (Añualizado)	6.1%	0.9%	0.5%	2.6%
Días de cartera	170	252	206	154
Días Cartera Relacion.	11	0	10	0
Días de Inventario	92	135	92	61
Días de Proveedores	69	110	94	66
Días Proveedores Rela.	7	0	0	0
Flujo Operativo	\$14,935	\$4,335	\$3,046	\$592
Flujo Final de Caja	\$3,901	\$9,794	\$8,328	\$4,492

Balance General (miles US\$)


Este resumen de inversión tiene el carácter de informativo. MERCAPITAL no asume ninguna responsabilidad directa ni solidaria por el resultado en cuanto a pago y rentabilidad de las recomendaciones de inversión que constan en el presente; el cual ha sido elaborado por MERCAPITAL en base a la información proporcionada por el emisor e información extraída del prospecto aprobado por la SCVS. Queda prohibido la reproducción parcial o total de este informe, sin la autorización expresa de Mercapital Casa de Valores S.A. Todos los Derechos reservados.

