



Ecuador
EMISION GENERAL DE
OBLIGACIONES

TEOJAMA COMERCIAL S.A. (TEOJAMA)

Calificación

Tipo de Instrumento	Calif. Actual	Calif. Anterior	Ultimo cambio
Emisión de Obligaciones	"AA"	-----	Ago-08

Emisión de Obligaciones		
Monto:	Serie A1	USD 12'000.000,00 (Valor Nominal del título USD 50Mil)
	Serie A2	USD 12'000.000,00 (Valor Nominal del Título USD 25Mil)
Plazo:		1.440 días desde la emisión de cada tramo.
Cupón de Interés:		8% anual fija.
Pago de Interés:		Cada 90 días para las dos series.
Amortización:		Pagos del Capital cada 90 días, para las dos series.
Forma de Pago:		16 Cupones de pago conjunto de capital e intereses.
Garantía:		General
Destino de la Emisión:		Reestructuración de Pasivos y Capital de Trabajo.
Calificadora de Riesgos:		BankWatch Ratings S.A.
Agente Estructurador:		OBLICORP
Agente Pagador :		PRODUBANCO
Representante Obligacionistas:		POLIT & POLIT ABOGADOS S.C.C.

Contactos

Sonia Rodas.
(593 2) 222 23 23
rodass@uio.satnet.net

Patricio Baus H
(593 2) 254 83 93
pbaus@bankwatchratings.com

Perfil

TEOJAMA es una empresa con 45 años de vida, inicialmente tuvo domicilio en la ciudad de Cuenca y a partir de 1972, traslada el domicilio a Quito.

Su actividad está relacionada al comercio automotriz, y representa importantes marcas de vehículos como: Hino y Daihatsu. Para lo cual dispone de convenios vigentes de distribución y de concesionario.

FECHA COMITE: Agosto/14/ 2008

ESTADOS FINANCIEROS A: Julio/31/2008

Las calificaciones de riesgo que realiza BankWatch-Ratings se fundamentan en la información que obtiene de los emisores y sus estados financieros auditados. En el caso de Grupos Financieros, el análisis se realiza sobre los estados financieros consolidados de la institución y sus subsidiarias. Contribuyen al proceso, la información pública disponible, información obtenida en las reuniones y conversaciones sostenidas con los ejecutivos de la institución, así como de otras fuentes que BankWatch-Ratings considera que son confiables. BankWatch-Ratings no audita ni verifica la información proporcionada. Las calificaciones de riesgo pueden modificarse, o dejarse sin efecto, como resultado de ausencia de información, cambios en la situación de la entidad u otros motivos. La calificación de riesgo no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener algún tipo de valores. Las Calificaciones de riesgo no constituyen un comentario respecto de la suficiencia del precio de mercado, la conveniencia para un inversionista en particular o la naturaleza de una posible exención tributaria, o de imposiciones tributarias que afecten al instrumento calificado.

www.bankwatchratings.com

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACION

Con base en los Estados Financieros auditados del período 2004-2007 y directos a Jun-08 y al resto de la información presentada de la compañía Teojama Comercial S. A., el Comité decidió otorgar la calificación de "AA" a la emisión descrita, dicha categoría, según la Ley del Mercado de Valores corresponde a:

"Categoría AA: Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una muy buena capacidad de pago del 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 pertenece y en la economía en general".

El Comité hizo las siguientes consideraciones:

- La empresa tiene una estructura financiera sólida, con bajos niveles de endeudamiento y con un soporte patrimonial adecuado. A pesar de que en la estructura de composición del Patrimonio, el capital pagado, que integra el patrimonio primario no repartible, tiene una participación del 39%.
- El monto de la emisión representa el 46.47% del Patrimonio total y el 118.7% del capital pagado, sin embargo, la relación de endeudamiento (pasivo total / Patrimonio) considerando la nueva emisión sería 1,00:1,02 a Jun-08.
- La gestión de su negocio mantiene resultados positivos estables, con niveles de rentabilidad atractivos y de calidad ya que son generados en la actividad principal del negocio.
- La empresa mantiene una participación estable en el mercado de Automotriz, que en los últimos años ha experimentado un crecimiento importante, y prevé mantener un crecimiento conservador de las ventas en los próximos años.
- La capacidad de pago de emisión es muy buena dada las tendencias históricas que sustentan las cifras proyectadas, y debido al bajo nivel de endeudamiento que mantiene, que le permite acceder a diferentes fuentes de financiamiento como la del mercado de valores.
- El Comité consideró sin embargo, que según las proyecciones presentadas por la empresa, el destino de la misión no justificaría el 100% del monto de la emisión propuesta, ya que gran parte de la emisión se



destina a activos líquidos, ya que la empresa no necesita un endeudamiento mayor, dado la tendencia del requerimiento de su flujo de caja proyectado, especialmente del flujo de capital de trabajo previsto.

- La empresa no tiene experiencia en el mercado de valores, ya que esta es la primera operación que realiza.
- La emisión propuesta tiene Garantía General y la definición de los Activos Esenciales, y cumple adecuadamente la exigencia legal correspondiente.

■ HECHOS RELEVANTES Y SUBSECUENTES

Presentación de Cuentas: Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros auditados por la firma CRAI CESAR ROMERO AUDITOR INDEPENDIENTE para los años 2004, 2005, 2006 y 2007, e interinos para Junio 2008, los cuales no presentan salvedades ni limitaciones.

La Junta de accionistas reunida el 31 de Marzo del 2008, decidió capitalizar los aportes para futuras capitalizaciones, con lo cual el capital pagado ascendería a USD 24.310M.

■ ANALISIS FODA

FORTALEZAS

- Experiencia y conocimiento del Mercado automotriz (45 años).
- Empresa con nombre reconocido y alta penetración de marcas. Hino, Daihatsu.
- Estrategias de mercadeo definidas.
- Red de comercialización organizada y repartida a nivel nacional.
- Estructura Financiera sólida y consistente con el negocio

OPORTUNIDADES

- Sólido crecimiento del mercado automotriz en los últimos años y expectativas Futuras.
- La mayor parte de sus vehículos son modelos para trabajo, que no tienen ICE.
- Incremento de Gasto del Gobierno en el sector de la construcción pública, especialmente reconstrucción de carreteras, y otros programas que incentivan el cambio de vehículos de transporte público, considerados chatarra, con unidades nuevas, a cambio de bonos.

DEBILIDADES

- Sistemas de información en desarrollo para el control gerencial de la calidad de la cartera.
- Niveles medios de la administración para la toma de decisiones oportunas, y para el control y manejo técnico del negocio en el área financiera.

AMENAZAS

- Competencia en vehículos importados de menores costos.

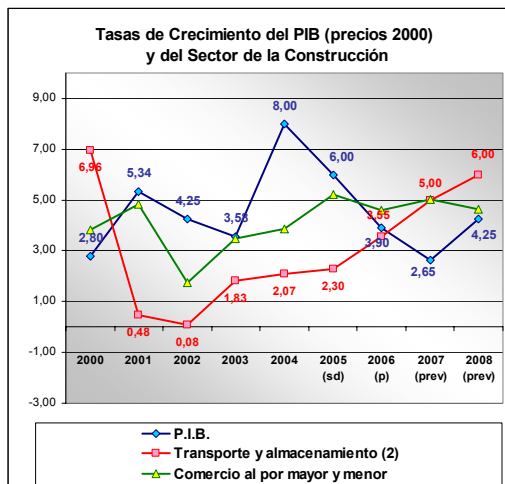
- Subida de precios internacionales por diferencias cambiarias.
- Bajo nivel de crecimiento económico e incertidumbre en el entorno macroeconómico.

• ANALISIS ECONOMICO DEL PAIS

La política económica del Gobierno apunta a dinamizar la economía a través del gasto público (25% del PIB en el 2007, 21.7% en 2006 y 20.1% en 2003), incremento de los salarios, controles de precios y proteccionismo comercial. Sin embargo, de la evaluación realizada por el FMI, se desprende que la economía ecuatoriana en el 2007, creció apenas en 1.8% (0.3% per cápita), muy por debajo de los estimados oficiales y del crecimiento de los otros países de Latinoamérica, que han aprovechado del alza de los precios de las materias primas, de las cuales son productores.

El Gobierno mantiene un discurso hostil hacia algunos sectores de la empresa privada, incluyendo el sistema financiero, y se considera que se mantendrá la incertidumbre respecto de la política económica hasta que concluya el proceso iniciado con la Asamblea Constituyente y la consulta sobre la aprobación de nueva constitución; momento en el que se definirá la fuerza política de la actual administración. Esta situación podría prolongarse hasta principios del 2009, si se aprueba la nueva constitución y se tengan que realizar las nuevas elecciones, con las consecuencias que esto implica en la Economía del país.

Según las cifras del Banco Central en el año 2008 la tasa de crecimiento sería de 4.25%, apoyado según las autoridades en el mayor cumplimiento del presupuesto, en el segundo semestre, de la inversión prevista para el año.



Las perspectivas de crecimiento de los principales sectores relacionados con la actividad de la empresa son Comercio y Transportes cuyas previsiones muestran una tendencia positiva en los últimos años como se observa en el presente gráfico.



DESCRIPCION DEL EMISOR

La compañía se constituyó en Cuenca, el 17 de diciembre de 1963, bajo el nombre de Teojama Comercial S.A., con un Capital Social de \$100.000 sucres. El 21 de diciembre de 1972 se reforman los estatutos y se traslada el domicilio a Quito. En la actualidad cuenta con un Capital Social de USD 20.310M y se efectuará un aumento de USD 4.000M, aprobado por la Junta General del 31 de marzo del 2008, con lo que el capital pagado pasará a USD 24.310M.

De acuerdo a la actividad señalada en su objeto social, puede realizar toda clase de contratos mercantiles y civiles compra de bienes nacionales o extranjeras, importando y exportando; podrá ejercer representaciones, distribuciones, agencia o comisión de empresas relacionadas a las actividades antes mencionadas, así como la prestación de servicios.

En la Junta General universal y extraordinaria de Accionistas del 21 de mayo del 2008, se aprueba ampliar el objeto social, incluyendo el poder realizar servicios aéreos, actividades, trabajos, transporte aéreo y todo lo concerniente a este campo. La duración de la empresa será hasta el 29 de mayo del 2051.

Teojama es la representante de importantes marcas automotrices, Hino Motors Ltd., para vehículos de trabajo y Daihatsu de Osaka para pasajeros, estas marcas pertenecen al grupo japonés Toyota. Teojama tiene un convenio como distribuidor y concesionario a nivel nacional, desde el año 1969 y ha venido renovándose desde entonces, el contrato actual estará vigente hasta el año 2010.

Este contrato de distribución no es exclusivo para Teojama ya que también hay otra empresa que tiene un contrato de distribución a nivel nacional.

La relación comercial le significa compromisos como el cumplimiento de objetivos en calidad de servicios, normas de operación niveles de ventas, y por otro lado le representan beneficios importantes como el asesoramiento técnico en las diferentes áreas, administrativas, de operación y de servicios en las diferentes etapas de la relación con el cliente: antes de la venta, durante la venta y la relación post venta.

Las exigencias han sido cumplidas por la empresa de forma adecuada, lo que le ha permitido recibir la aprobación de la empresa internacional Toyota Tsusho Corporation y por tanto, la renovación del contrato.

Adicionalmente, la empresa financia directamente la compra de sus vehículos, para lo cual mantiene un departamento de crédito propio "CREDITEOJAMA", el cual evalúa las solicitudes de los potenciales compradores, ateniéndose a las políticas establecidas por la compañía, manteniendo como apoyo a esta gestión los informes del Bureau de Crédito "Credit Record"

La evaluación del crédito la realizan las personas que inician la relación con los clientes, que toman los datos personales y verifican la información proporcionada, y comprueban que se hayan entregado todos los requisitos solicitados, que sirven para analizar la capacidad de pago de la deuda, y por tanto la calificación del crédito.

Este proceso es presentado a la gerencia para la aprobación final del crédito.

Las políticas del negocio de financiamiento son otorgar créditos con un 40% de entrada para la marca Hino (30% para Daihatsu) con un plazo de hasta 36 meses.

La empresa ha sido un importante participante en el mercado, en especial en los vehículos de trabajo. En el 2007 registra ventas de 1.501 unidades de la marca Hino con una participación de mercado total nacional del 1.67% y 802 unidades de la marca Daihatsu y una participación del 0.89%.

Teojama tiene una red propia de ventas, distribuida en Quito, Guayaquil, Cuenca, Manta. Para el 2008 está programado abrir una agencia propia en Ambato; adicionalmente es propietaria de Servicios y Talleres S.A., que ha diciembre 2007, registra ingresos por USD 2.146M. y da servicio mecánicos y mantenimiento a las marcas que la empresa comercializa.

La adquisición de repuestos se lo realiza por intermedio de Falcon Trading, empresa que reside en los Estados Unidos y mantiene relación comercial con Teojama.

Durante el año 2007 las ventas de la marca Hino representaron el 74% de las ventas, Daihatsu el 18% y repuestos el 8%.

TEOJAMA ofrece alrededor de 24 variedades de vehículos en las dos familias de marca, entre autos livianos, camionetas, buses y camiones.

ESTRUCTURA DEL GRUPO

La Empresa es de origen familiar y mantiene en su organización la participación de sus accionistas como los principales ejecutivos de la empresa.

Estructura Accionarial	
Fideicomiso Teojama Acciones	99.99%
Manuel Antonio Malo Monsalve	0.0005%
Jacinto Ignacio Malo Monsalve	0.0005%
	100.00%

El Fideicomiso de Acciones está administrado por la compañía Fiducia S.A.

EMPRESAS RELACIONADAS

Talleres y Servicios S.A. (Servitalleres) 100% Teojama.

ESTRUCTURA ADMINISTRATIVA

La compañía cuenta con 97 personas, distribuidas entre:

• Directivos	7
• Empleados	90
Total	97

TEOJAMA, no tiene ninguna organización sindical y registra muy buenas relaciones laborales.

La Estructura administrativa responde principalmente a la naturaleza comercial automotriz de su negocio principal, en el cual tienen experiencia y conocimiento del sector. El crecimiento del negocio de financiamiento requiere fortalecer los niveles medios de administración para alcanzar un adecuado seguimiento técnico que le permita mantener la calidad de la cartera

**DIRECTORIO:**

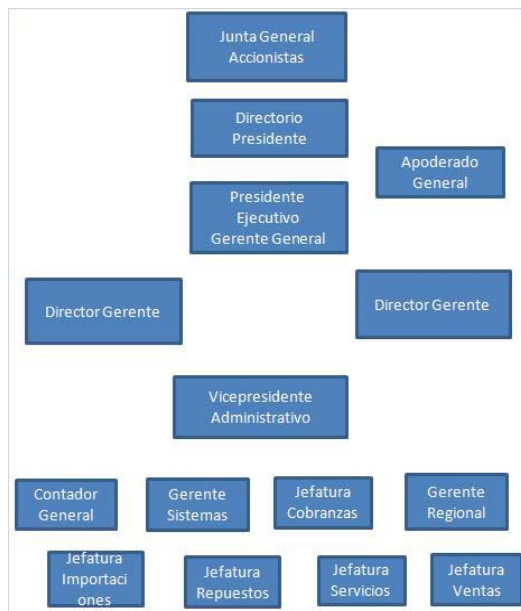
PRESIDENTE	Jacinto I. Malo Monsalve
DIRECTOR	Manuel Malo Monsalve
DIRECTOR	Manuel A. Malo Vidal
DIRECTOR	Sebastian Malo Vidal
DIRECTOR	Andrés Malo Barria
SECRETARIO	Carlos Donoso Echanique

Los miembros del Directorio, pertenecen a la Familia Malo que ha sido la fundadora de la compañía, actualmente con participantes de la segunda generación. Los cofundadores tienen experiencia específica en el mercado automotriz y adicionalmente han actuado en actividades financieras comerciales y otras, que apoyan a la empresa con su participación en las decisiones.

El Directorio, de acuerdo a los estatutos, es nombrado por la Junta general de Accionistas debiendo ser sus integrantes accionistas de la compañía o delegados de estos. El Directorio se integrará con un mínimo de cinco y un máximo de siete miembros.

ADMINISTRACION:

Presidente Ejecutivo y Gerente General:	Manuel A. Malo M
Director Gerente:	Manuel A. Malo V
Director Gerente:	Sebastian Malo V
Apoderado General:	Carlos Donoso E
Vicepresidente Administ.	Pedro Burneo Burneo
Gerente Suc. Guayaquil	Jaime Rodriguez Velasco
Gerente Suc. Cuenca	Julio Loza Izquierdo
Gerente Suc. Manta	Vicente Mendoza Macías



El presidente Ejecutivo y el Presidente del Directorio son los cofundadores de la Compañía y han estado al mando de la empresa desde sus inicios, reflejando conocimiento y experiencia en el negocio. Adicionalmente han participado como directivos de gremios como La Cámara de Comercio y Directorios de Instituciones Financieras.

Los Directores Gerentes reportan estudios superiores en el exterior en Economía y Administración y experiencia en sus respectivas áreas de trabajo y forman parte de la Segunda generación de esta empresa.

■ RIESGO SECTORIAL

El sector en el cual TEOJAMA COMERCIAL S.A., desarrolla sus actividades, es el sector automotriz, el mismo que ha sido más dinámico a partir del año 2001, cuando las condiciones de mercado se conjugaron, dando lugar a una expansión en las ventas de automotores nuevos; dicho sector incluye: repuestos, combustibles, llantas, lubricantes, talleres y negocios relacionados como seguros, dispositivos de rastreo y financiamiento automotriz.

La industria automotriz aporta a la generación de valor agregado, a la creación de fuentes de trabajo y a la recaudación fiscal. Durante 2007, la producción nacional (ensamblaje) de automotores creció 14.5% anual; mientras las importaciones de vehículos decayeron 5.8% en igual periodo.

De acuerdo a la AEADE (Asociación de Empresas Automotrices del Ecuador), en el año 2007 se vendieron 91.778 unidades, de manera que dicho año es el de mayores ventas (record histórico) en el mercado nacional.

En 2007, el 63.64% de la oferta de vehículos fue importada; de acuerdo a datos oficiales de la AEADE; siendo el segmento de automóviles el más importante; pero el de vehículos todo terreno (SUV) el de mayor crecimiento.

La principal línea de ventas de Teojama, es la de Vehículos de trabajo, y la tendencia de participación de este segmento en el total del mercado, se aprecia en el siguiente cuadro:

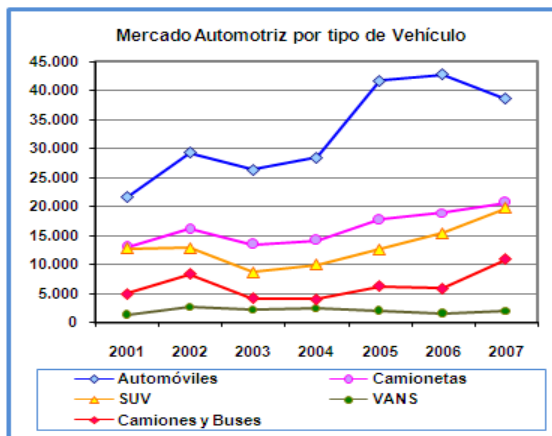
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Automóviles	21.616	29.296	26.313	28.474	41.695	42.710	38.565
Camionetas	12.973	16.103	13.472	14.198	17.734	18.940	20.660
SUV	12.762	12.910	8.639	10.009	12.647	15.384	19.769
VANS	1.349	2.664	2.183	2.372	2.054	1.555	1.917
Camiones y Buses	4.973	8.399	4.219	4.098	6.280	5.916	10.867
TOTAL	53.673	69.372	54.826	59.151	80.410	84.505	91.778

Fuente: Anuario AEADI 2007

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Automóviles	40.3%	42.2%	48.0%	48.1%	51.9%	50.5%	42.0%
Camionetas	24.2%	23.2%	24.6%	24.0%	22.1%	22.4%	22.5%
SUV	23.8%	18.6%	15.8%	16.9%	15.7%	18.2%	21.5%
VANS	2.5%	3.8%	4.0%	4.0%	2.6%	1.8%	2.1%
Camiones y Buses	9.3%	12.1%	7.7%	6.9%	7.8%	7.0%	11.8%
TOTAL	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Anuario 2007. AEADE.

Elaboración: BWR



Fuente: Anuario 2007. AEADE.

Elaboración: BWR

Para el año 2008 se prevé una mayor demanda de vehículos y camionetas de precios inferiores a USD 20M y USD 30M respectivamente; anticipando una reducción de demanda total del 17%. Para los vehículos de lujo en el 2008 se espera una caída en ventas de alrededor del 50%.

En periodos recientes, el mercado observó incrementos en la participación de vehículos de mayor nivel de precios; con la nueva normativa tributaria se esperaba que dicha situación se revierta y aquellos de menores precios obtengan mayores niveles de ventas. De acuerdo a la AEADE, la carga tributaria para este sector llegaría hasta el 87% del valor del vehículo, lo que explicaría el cambio en las preferencias del consumidor.

Sin embargo, los vehículos de trabajo que son la principal línea de negocios de la empresa, no tiene ICE, y por tanto no se vería afectada por esta regulación.

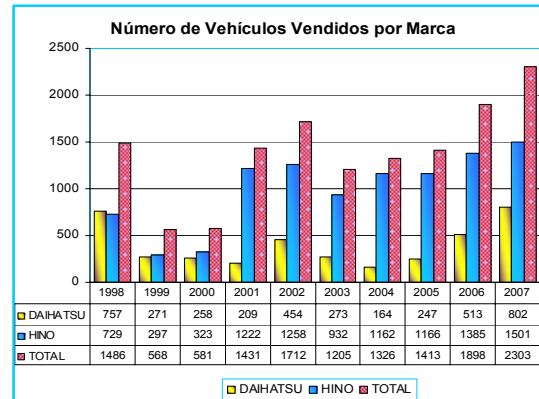
Alrededor del 65% de las ventas del sector automotor se realizan a crédito, de manera que las facilidades y condiciones de dichos préstamos determinan en gran medida la evolución de esta actividad.

El mercado automotor es muy dinámico, con fuerte competencia entre marcas de todos los orígenes (de ensamblaje nacional o importados) y exigencias de servicios postventa, pues un tema común entre los empresarios del sector automotor, es fortalecer sus operaciones consolidando marcas, solidificando la red de atención y servicio al cliente, que a corto plazo se convertirán en su principal fuente generadora de ingresos¹, especialmente si el sector espera una desaceleración en la colocación de nuevas unidades a futuro.

POSICIONAMIENTO DE LA EMPRESA

Como ya hemos mencionado anteriormente, Teojama representa a las marcas japonesas, Hino y Daihatsu, la primera en la línea de autos pesados (Camiones y buses) y la segunda en autos y camiones pequeños.

En el siguiente cuadro se aprecia la trayectoria de estas marcas en las ventas de Teojama en los últimos diez años.



Fuente: Anuario 2007. AEADE.

Elaboración: BWR

De acuerdo al informe de AEADE, la ventas nacionales para el 2007 fueron de 91.778 vehículos, de los cuales Teojama vendió 802 de la marca Daihatsu y 1501 de la marca Hino, en total 2.303 autos, que representan el 2.51% del total del mercado nacional.

Los principales competidores de la línea Daihatsu en autos Compactos son los GM Aveo, Hyundai Getz Peugeot 206 y otros compactos pequeños, la participación de mercado es 1%

En pequeños SUV's (Sport Utility Vehicles), compite con GM Grand Vitara, Hyundai Tucson Ford Ecosport y otras marcas, la participación es 4%.

En camiones Livianos tiene varios competidores y la participación en este mercado es del 8%.

En la línea de camiones Hino las ventas en el 2007 llegaron a 1.319 unidades y 182 unidades de buses, se observa un crecimiento continuo en la venta, durante los últimos cinco años.

La participación de la empresa en el mercado de Buses y Camiones es la siguiente:

VENTAS TOTAL MERCADO CAMIONES Y BUSES		
	2006	2007
MERC. CAMION Y BUSES	5.910	10.867
CAMION Y BUS VENDIDOS TEOJAMA	1.525	1.856
Particip. Merc. TEOJAMA	25,8%	17,1%

Estructura de comercialización

La cadena de ventas de Teojama, está distribuida en seis Oficinas en las principales ciudades del País: Matriz Quito como la principal, Sucursal Guayaquil, Sucursal Cuenca, Sucursal Manta estas son 100% propiedad de la empresa, Ambato y Portoviejo son concesiones. Para este año 2008 se abrirá la Sucursal Ambato de propiedad de Teojama.

Dentro de la Estrategia global se piensa expandir la presencia en otras ciudades del País en un futuro cercano. Por distribución geográfica, las ventas están concentradas en Pichincha con 40%; Guayas con 28%; Azuay con 6% y el 26% restante en otra provincias.

¹ <http://www.aeade.net/cifras.htm>



De acuerdo con las normas de las casas productoras de los vehículos Teojama mantiene un stock técnico de inventario de los diferentes repuestos de cada uno de los modelos vendidos y que está vigente y garantizado por un período de tiempo que cubra la vida útil de los vehículos.

Estrategias de Mercado

TEOJAMA se ha enfocado en mantener una representación de línea automotriz de vehículos de calidad ofreciendo garantía de postventa con servicio de repuestos a sus clientes que le permite posicionar sus marcas en el mercado, adicionalmente cuenta con financiamiento directo a sus clientes facilitando el proceso de venta y aumento de su penetración.

La principal estrategia de mercado es el fortalecimiento de la relación de largo plazo con los clientes, que implica un manejo personalizado para adecuarse a las necesidades del cliente tanto en el proceso de venta, como también luego en la post venta, y en la recuperación de la cartera. Por lo que se han incorporado también servicios adicionales como el taller de reparaciones al que puede acceder al cliente con un servicio de calidad.

Adicionalmente, Teojama ofrece el financiamiento para los vehículos, de acuerdo con las políticas definidas por la empresa, y luego de un análisis de la capacidad de pago de cada cliente.

Las principales políticas son financiar máximo el 60% del costo de los vehículos y con un plazo máximo de 36 meses. Sin embargo, normalmente el 20% de los vehículos vendidos se realizan de contado, y únicamente el 80% aproximadamente necesitan financiamiento en diferentes montos y plazos, y según la administración muchos de los créditos están dentro de márgenes menores a los ofrecidos por la empresa, tanto en montos como en plazos.

■ GESTION OPERATIVA

Al igual que en el resto del sector automotriz, la gestión de la empresa muestra una tendencia positiva en los niveles de ventas en últimos años, con tasas de crecimiento que están alrededor del 18.6% promedio en los últimos seis años.

EMPRESA: TEOJAMA COMERCIAL S.A.					
	dic-04	dic-05	dic-06	dic-07	jun-08
Volumen Ventas Unidades	1.327	1.413	1.896	2.303	1.149
HINO	1.163	1.168	1.384	1.501	935
DAIHATSU	164	247	512	802	214
Distribución Ventas en USD	45.655	49.270	64.884	76.996	45.043
HINO	42.802	44.707	55.755	62.042	40.678
DAIHATSU	2.853	4.563	9.130	14.955	4.365
USD / unidad	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
HINO	93.8%	90.7%	85.9%	80.6%	90.3%
DAIHATSU	6.2%	9.3%	14.1%	19.4%	9.7%

TEOJAMA COMERCIAL

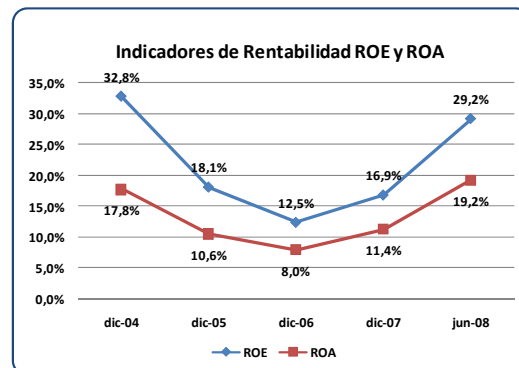
El 86.6% de las ventas de la empresa se generan por la venta de Vehículos Hino y Daihatsu, y el 13.4% restante está constituido por la venta de repuestos (7.3% Dic-07), y por ingresos provenientes del financiamiento de vehículos (6.3% Dic-07).

RESULTADOS	dic-04	dic-05	dic-06	dic-07	jun-08
Ventas	61.218	59.203	74.902	89.158	50.673
% crecimiento		-3.3%	26.5%	19.0%	13.7%
MARGEN BRUTO (%)	32%	32%	30%	29%	26%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos adm)	11.563	7.050	7.860	9.701	7.458
MARGEN EBITDA (%)	18.9%	11.91%	10.49%	10.88%	14.72%
EBITDA OPERATIVO (incluye en gastos adm)	11.563	7.050	7.860	9.701	7.458
MARGEN EBITDA (%)	18.89%	11.91%	10.49%	10.88%	14.72%
Depreciaciones, Amortizaciones, Provisiones (sc)	330	542	1.002	629	200
EBIT (incluye en gastos administrativos partic)	11.233	6.508	6.858	9.072	7.258
Gasto Financiero del período	-6117	-422	-618	-800	-306
Impuestos a la renta	-968	-1.155	-1.701	-1.785	0
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye)	88.6%	3.5%	5.8%	6.5%	3.1%
UTILIDAD NETA	4.502	5.464	4.402	6.955	7.027
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anua	32.8%	18.1%	12.5%	16.9%	29.2%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	17.8%	10.6%	8.0%	11.4%	19.2%

La rentabilidad de la empresa tiene una tendencia estable que se sostiene en la generación de ingresos producidos en el negocio principal de la empresa, con un margen bruto que oscila alrededor del 30%, en los últimos cinco años. Sin embargo, mantiene un nivel de gastos operacionales que absorbe alrededor del 57% del margen bruto, por lo que el margen EBITDA se reduce a niveles cercanos al 12% promedio en los últimos años.

Debido a la naturaleza del negocio los gastos por amortizaciones y depreciaciones no son significativos, sin embargo, el crecimiento de la cartera requirió que se eleven los gastos de provisiones para la cartera en riesgo, ya que la política de la compañía es mantener una cobertura con provisiones del 1% anual sobre los créditos concedidos en el ejercicio, y que se encuentren pendientes de recuperación al final de cada año, sin que la provisión acumulada pueda exceder del 10% de la cartera total.

A lo que se suma el gasto financiero, que a pesar del bajo nivel de endeudamiento que mantiene en los últimos años, absorbe también una parte de los ingresos, obteniéndose un margen de utilidad sobre el total de ingresos de alrededor del 7.6% en los últimos tres años.



La rentabilidad sobre el Activos (ROA) fluctúa alrededor del 10% en los últimos tres ejercicios completos analizados. De igual forma la rentabilidad sobre el



Patrimonio (ROE) dan cuenta de la gestión de una empresa rentable que presenta una tendencia variable con niveles promedio del 16%.

■ ESTRUCTURA DEL BALANCE

Quito, ECUADOR	CRAI	CRAI	CRAI	CRAI	Directo
(\$ MILES)	dic-04	dic-05	dic-06	dic-07	jun-08
BALANCE GENERAL					
Total Activo Corriente	31.429	31.550	33.593	39.372	51.200
Fondos Disponibles	1.414	2.051	2.489	1.979	1.047
Inversiones temporales	0	0	0	0	0
Cuentas por Cobrar Comerciales netas	21.872	21.520	25.011	30.956	35.329
Inventarios Neto	6.373	7.024	5.747	5.943	12.496
Otras cuentas por cobrar (afecta al flujo de fine	992	758	52	347	1.472
Gastos pagados por anticipado	778	197	294	147	857
Total Activo No Corriente	19.196	21.330	23.224	26.154	29.340
Propiedades	6.002	6.008	5.855	5.839	6.020
Inversiones	1.578	1.578	73	73	73
Cuentas por Cobrar LP Comerciales	11.616	13.744	17.296	20.242	23.247
ACTIVOS TOTALES	50.625	52.880	56.817	65.526	80.540

El principal activo de la empresa son las cuentas por cobrar a sus clientes, que representa el 43.8% de los activos.

A Jun-08 el total de la cartera es de USD 58.57MM de los cuales el 60% (USD 35.3MM) son de corto plazo, y el resto de la cartera tiene plazos de vencimiento hasta de 36 meses, de acuerdo con las políticas de financiamiento de la empresa.

La cartera es de buena calidad, la cartera vencida se mantiene alrededor del 1.8% entre el 2004 y el 2007.

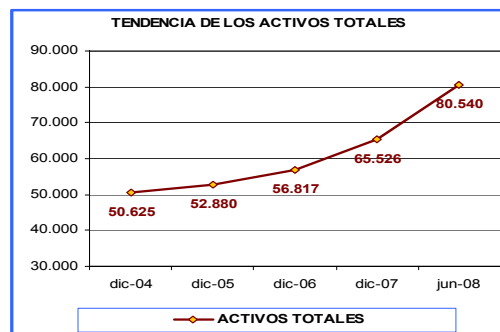
Los Inventarios representan el 15.5% de los activos (USD 12.5MM), a Jun-08 el 68.2% de los inventarios son vehículos (46% a Dic-07).

El inventario de repuestos es de buena calidad y está controlado técnicamente de acuerdo con las políticas de Toyota Japón, mantienen un stock estratégico de repuestos para garantizar el servicio a los clientes con los repuestos de mayor demanda.

Se mantiene una política de cobertura para obsolescencia de los inventarios que en los últimos cuatro años ha significado una deducción de alrededor de USD 5.6MM, con la finalidad de mantener la calidad del inventario de repuestos que muestra el balance, sin embargo, los inventarios declarados obsoletos tienen también una demanda potencial ya que en el país vehículos de la marca Hino de modelos anteriores están presente por muchos años especialmente en las ciudades y pueblos pequeños.

El tercer activo más importante está constituido por Propiedades principalmente edificios, terrenos. Según la auditora el valor en libros se registra a una base semejante al costo histórico o costo de adquisición, con revalorización, corrección monetaria y sus respectivos gastos de depreciación etc.

En los últimos 5 años analizados la compañía ha mostrado un crecimiento sostenido como se puede ver en el siguiente gráfico.



Este crecimiento ha sido acompañado con el incremento de Patrimonio, por lo que mantiene una fuerte posición patrimonial a lo largo del período. A Jun-08 el patrimonio representa el 64% de los activos (68% a Dic-07).

ENDEUDAMIENTO

(\$ MILES)	dic-04	dic-05	dic-06	dic-07	jun-08
Total Pasivo Corriente	17.418	15.791	12.406	16.383	24.370
Deuda corto plazo con instituciones financieras	313	375	802	3.000	8.574
Deuda comercial financiera corto plazo	6.777	4.836	3.573	6.539	10.822
Deuda financiera con terceros, relacionados o acc	1.889	1.855	742	1.047	2.344
Total deuda financiera de corto plazo (menos	8.979	7.065	5.117	10.586	21.740
Proveedores (no generan gasto financiero)	0	0	0	452	439
Ingresos percibidos por adelantando	6.449	6.532	4.947	1.932	1.932
Gastos acumulados por Pagar	974	1.177	1.211	2.149	71
Impuestos y Retenciones por Pagar	984	983	1.094	1.223	181
Pasivo de Largo Plazo	5.767	4.313	6.556	4.520	4.520
Deuda financiera de largo plazo	4.830	3.400	5.520	3.400	3.400
PASIVOS TOTALES	23.185	20.104	18.962	20.903	28.890
Total Patrimonio Accionistas	27.441	32.777	37.854	44.622	51.650
Capital social	11.310	15.310	20.310	20.310	20.310
TOTAL PASIVO + PATRIMONIO	50.626	52.881	56.816	65.525	80.540

Las fuentes externas de financiamiento de la empresa son básicamente de corto plazo, y entre ellas la principal son los proveedores del exterior.

Las políticas de proveedores son trabajar a partir del pedido directo de Teojama, y el pago en efectivo contra el conocimiento de embarque, que generalmente se lo realiza a través de giros bancarios con Bancos del exterior. Cuenta también con financiamiento directo de los proveedores, a Jun-08 mantiene una cuenta por pagar a Toyota Tsusho Coporation.

A jun-08 la deuda financiera bancaria de corto plazo constituye el 10.65% del pasivo y patrimonio, y la deuda con proveedores el 13.44%. La deuda con proveedores no tiene costo de interés sin embargo la hemos considerado como pasivo con costo debido a que tiene costos por cobranzas.

El pasivo de largo plazo son básicamente préstamos de accionistas de largo plazo que tienen costo financiero.

El pasivo financia aproximadamente el 36% (32% a Dic-07) de los activos, y representa el 56% del Patrimonio (47% a Dic-07). La compañía mantiene un bajo nivel de endeudamiento que le permite acceder a diferentes fuentes de financiamiento, apoyada también por su buen récord crediticio en el sistema financiero nacional.



CAPACIDAD DE PAGO Y LIQUIDEZ

ESTADO DE FLUJO EFECTIVO	dic-04	dic-05	dic-06	dic-07	jun-08
A. RESULTADO NETO DE LA GESTION AJUSTADO	4.832	6.006	5.404	7.584	7.227
B. TOTAL DE FLUJOS ORIGINADOS POR CAMBIOS EN ACTIVOS Y PASIVOS OPI	-460	-1.818	-7.478	-10.704	-17.807
I. TOTAL FLUJO DE EFECTIVO DE ACTIVIDADES OPERATIVAS (A+B)	4.373	4.188	-2.074	-3.120	-10.580
II. TOTAL FLUJO DE EFECTIVO DE ACTIVIDADES DE INVERSION	-346	-313	957	-257	-381
III. TOTAL FLUJO EFECTIVO DE ACTIVIDADES DE FINANCIACION	-4.939	-3.238	1.553	2.868	10.029
IV. TOTAL FLUJO DE EFECTIVO DE LA GESTION (I+II+III)	-912	637	437	-509	-932
Saldo de Caja Comienzo del periodo	2.326	1.414	2.051	2.489	1.979
V. SALDO DE CAJA FIN DE AÑO DE LA GESTION OPERATIVA	1.414	2.051	2.488	1.980	1.047

Medidas del Flujo de Caja (cash flow measures) ajustadas según FITCH	dic-04	dic-05	dic-06	dic-07	jun-08
EBITDA OPERATIVO	11.563	7.050	7.860	9.701	7.458
(-) Gasto Financiero del periodo	-6.117	-422	-618	-800	-306
(+) Impuesto a la renta del periodo	-968	-1.155	-1.701	-1.785	0
(-) Dividendos "preferentes" pagados en el periodo (ingreso manual diferencia)	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operation)	4.478	5.473	5.541	7.116	7.152
(-) Variación Capital de Trabajo	-460	-1.818	-7.478	-10.704	-17.807
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	4.019	3.655	-1.937	-3.588	-10.655
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	354	533	563	468	76
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	0	0	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el periodo	-6.009	-4.504	-4.672	-4.361	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-346	-313	-547	-257	-381
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-1.993	-629	-6.593	-7.738	-10.961

La compañía es generadora de recursos como resultado de la gestión operativa, sin embargo en los últimos años el crecimiento de la cartera de clientes y en Jun-08 el crecimiento de inventarios, han demandado recursos cada vez mayores que no alcanzaron a ser financiados totalmente con los ingresos operativos.

Por lo anterior, se ha originado un flujo operativo negativo que fue financiado tanto con deuda comercial y financiera, como también con la capitalización de las utilidades del ejercicio.

Las necesidades de financiamiento del flujo operativo se explican totalmente en la estrategia de crecimiento que mantiene la empresa en los últimos años. Este crecimiento se ha sustentado de manera fuerte con patrimonio pero ha demostrado también la disponibilidad de acceso a otras fuentes como las del sistema financiero.

PROYECCIONES Y FLUJO DE CAJA

Para los próximos años la empresa ha planificado mantener la posición de mercado alcanzada hasta Jun-08 y una estrategia de crecimiento más bien moderada, tanto de las ventas como de su portafolio de cartera, que le aporta una rentabilidad adicional y apoya el logro de las metas de ventas. Las principales cifras de las proyecciones son las siguientes:

EMPRESA: TEOJAMA COMERCIAL S.A.						
Quito, ECUADOR	Real	Proyec.	Proyec.	Proyec.	Proyec.	Proyec.
RESULTADOS	jun-08	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12
Ventas	50.675	104.850	111.769	115.739	118.006	120.737
% crecimiento	13.7%	17.6%	6.6%	3.6%	2.0%	2.3%
MARGEN BRUTO (%)	26%	25%	24%	23%	22%	22%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación)	7.458	11.770	11.626	10.857	10.623	10.666
MARGEN EBITDA (%)	14.72%	11.23%	10.40%	9.38%	9.00%	8.83%
EBITAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación)	7.458	11.770	11.626	10.857	10.623	10.666
MARGEN EBITAR (%)	14.72%	11.23%	10.40%	9.38%	9.00%	8.83%
Depreciaciones / Amortizaciones / Provisiones (solamente las que están incl)	200	512	511	511	511	511
EBIT (incluye en gastos administrativos participación empleados)	7.258	11.258	11.115	10.346	10.111	10.155
Gasto Financiero del periodo	-306	-1.059	-1.657	-1.211	-933	-205
Impuestos a la renta	0	-2.143	-2.364	-2.284	-2.285	-2.487
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financie)	3.1%	4.2%	7.4%	7.2%	8.6%	3.9%
UTILIDAD NETA	7.027	8.536	7.573	7.331	7.364	7.942
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	29.2%	17.8%	14.0%	12.2%	11.3%	11.1%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	19.2%	10.5%	7.7%	7.4%	7.4%	8.0%

Fuente: Teojama Comercial

Elaboración: BWR

El crecimiento en ventas para Dic-08 es comparable con lo alcanzado ya en el 2007, sin embargo, la tendencia de crecimiento declina paulatinamente a partir del 2009.

Por lo que las metas planteadas en cuanto a crecimiento en ventas son conservadoras y podrían ser alcanzadas sin mayor dificultad, si se mantienen las condiciones observadas en los años anteriores.

Como se observa en el cuadro anterior, las ventas proyectadas para los años 2009 en adelante tienen un crecimiento menor al crecimiento histórico, adicionalmente, se prevé una reducción paulatina del margen bruto, debido a un mayor crecimiento de los costos, por lo que el margen bruto se reduce en el periodo desde 26% (jun-08) a 22% (dic-12).

De igual forma se reducen todos los indicadores de rentabilidad, el margen EBITAR operativo se reduce de 14.72% a 8.8% en el mismo periodo. En general, las proyecciones presentadas contemplan una disminución de los niveles de rentabilidad total en relación con los que históricamente ha mantenido la empresa.

La rentabilidad operativa disminuye y al mismo tiempo se eleva el costo financiero de su fondeo, lo que reduce los indicadores ROA y ROE, a pesar de lo cual los indicadores de rentabilidad se mantienen en niveles atractivos, tanto para el total de la inversión en activos, como para el capital invertido.

Capacidad de pago y Flujo de caja:

INDICADORES FINANCIEROS	jun-08	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12
EBITDA / Gasto Financiero del periodo (x)	24.35	11.12	7.02	8.97	11.38	51.96
(EBITDA - Inver en Act. Fijo) / Gasto Financiero del periodo (x)	23.10	10.83	6.83	8.72	11.06	50.50
EBITDA/cargos fijos(intereses y cuota leasing del periodo)	24.35	11.12	7.02	8.97	11.38	51.96
Deuda Financiera Total / EBITDA o EBITDAR(x) Anual	1.69	2.13	1.70	1.29	0.73	0.25
Deuda Financiera Neta / EBITDA o EBITDAR (x) Anual	1.62	0.75	-0.06	-2.04	-2.55	-3.02
Deuda Financiera Total (ajustada a leasing si es el caso) / FCF	1.76	2.92	2.60	1.90	1.04	0.34
(FCF)flujo de caja libre/ deuda financiera total (ajustada al leasing	-87%	18%	95%	87%	64%	190%
Deuda Financiera Total ajust.leas. / Capitalización (%)	33%	33%	26%	18%	10%	3%
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	21%	18%	23%	26%	31%	36%
Deuda Financiera Total ajust.leas. / Pasivo Total (%)	87%	55%	47%	38%	25%	10%
Pasivo Total ajustado leasing/Patrimonio Tangible	0.56	0.88	0.74	0.58	0.45	0.35



Las proyecciones muestran una muy buena capacidad de pago de la emisión, los bajos niveles de endeudamiento que tiene la empresa y los niveles conservadores de ventas son dos factores que contribuyen para este resultado, ya que una parte de la emisión sustituye pasivos, y el nivel de endeudamiento se mantiene en niveles manejables, a lo que se suma la reducción de las necesidades de capital de trabajo ya que la reducción del crecimiento de las ventas, implica una disminución del requerimiento para financiar a clientes e inventarios.

A pesar de que las proyecciones prevén financiar el 100% de las ventas proyectadas, de acuerdo con su política establecida para los créditos que contemplan una cuota inicial de 40% del valor del vehículo y el saldo hasta 36 meses. A pesar de que en la tendencia histórica se advierte que existe un 20% de las ventas que no requiere ningún financiamiento y que además en muchos casos el financiamiento requerido es menor tanto en montos como en los plazos máximos previstos por la empresa.

Por las razones mencionadas, se generan flujos operativos positivos amplios derivados de la recuperación de cartera, misma que se reduce continuamente a lo largo del período. (Ver balances y resultados proyectados en los anexos).

Una consecuencia de esta situación es también el alto nivel de activos líquidos que se muestra en el balance proyectado. Sin embargo, es importante señalar que la empresa planifica realizar el proceso de colocaciones de la emisión, paulatinamente, de acuerdo con las posibilidades de incrementar las ventas y particularmente con las necesidades de financiar la cartera de clientes, por lo que se podría esperar que no se mantengan esos niveles de liquidez tan amplios, ya que no se emitiría la totalidad de la emisión si la empresa no lo considera necesario de acuerdo con sus requerimientos de capital de trabajo.

De igual forma consideramos que los flujos operativos positivos podrían ser menores que los proyectados, en caso de que se eleven las ventas más allá de lo programado.

Sin embargo, consideramos que el flujo presentado soporta un mayor nivel de crecimiento de activos que el proyectado, y que existe una perspectiva favorable de que la empresa mantenga al menos las características históricas de fortaleza financiera, con niveles conservadores de endeudamiento que le posibilitan conservar una muy buena capacidad de pago de la emisión en los términos, de tiempo y forma, pactados.

■ ANALISIS DE LA GARANTIA Y RESGUARDOS

Las emisiones tienen garantía general, por tanto están garantizadas con los activos de la empresa. Según la regulación vigente: “El monto máximo para emisiones amparadas con garantía general, no podrá exceder del 80% del total de los activos libres de todo gravamen. Para este efecto no se consideran los activos diferidos. Para el cálculo de la proporción antedicha deberán

considerarse el monto no redimido de cada emisión de obligaciones. La relación porcentual determinada en los incisos anteriores deberá mantenerse hasta la total redención de las correspondientes obligaciones”.

ACTIVOS	Activos Jun-2008	Activos Pignorados	Activos Libres	Activos Diferidos	Activos Garantía General	Activos Esenciales
Activos Líquidos	1,047	0	1,047	0	1,047	
Cuentas por Cobrar Comerciales	58,576	0	58,576	0	58,576	28,000
Hasta 365 días	35,329	0	35,329	0	35,329	
Más de 365 días	23,247	0	23,247	0	23,247	
Inventarios	12,496	0	12,496	0	12,496	
Otras Ctas. Por Cobrar	2,129	0	2,129	0	2,129	
Gastos anticipados	200	0	200	0	200	
Propiedades	6,020	0	6,020	0	6,020	
Inversiones en Otras empresas	73	0	73	0	73	
ACTIVO TOTAL	80,540	0	80,540	0	80,540	28,000
Monto de la Emisión	24,000					

Garantía / Emisión	3,36 veces
Emisión / Activos Esenciales	0,86 veces

A Jun-08 los activos totales de la empresa suman USD 80,540M. La empresa no tiene activos diferidos ni activos pignorados. No tienen en circulación en el mercado emisiones vigentes, solamente la emisión propuesta de USD 24,000M.

La emisión analizada, representa el 29.8% de los activos susceptibles de constituirse en garantía general, lo que implica una cobertura de 3.36 veces.

Son activos esenciales para esta emisión de obligaciones de acuerdo a la resolución de su Junta General de Accionistas realizada el 29 de Julio del 2008, USD 14,000M de cuentas por cobrar vigentes de TEOJAMA, para cada una de las series de USD 12,000M.

Estos valores se reducirán proporcionalmente con el capital pagado de la emisión. Es decir si se emite el total de la emisión calificada los activos esenciales serán USD 28,000M al inicio de la emisión. Los activos esenciales definidos cubren el 117% del total de la emisión que se mantenga en circulación.

Es importante señalar que la emisión de obligaciones no tiene prelación en relación con el resto de pasivos de la empresa.

■ POSICIONAMIENTO DEL VALOR EN EL MERCADO, PRESENCIA BURSÁTIL, LIQUIDEZ DE LOS VALORES

La compañía no ha realizado emisiones generales en el mercado.

El mercado ecuatoriano aún no ha alcanzado la dinámica que amerite 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 del papel en el mercado y no al contrario

TEOJAMA COMERCIAL											
PROYECCIONES REALIZADAS POR TEOJAMA											
(Miles de USD)	dic-04	dic-05	dic-06	dic-07	jun-08	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12	
RESULTADOS											
Ventas	61.218	59.203	74.902	89.158	50.675	104.850	111.769	115.739	118.006	120.737	
% crecimiento		-3.3%	26.5%	19.0%	13.7%	17.6%	6.6%	3.6%	2.0%	2.3%	
MARGEN BRUTO (%)	32%	32%	30%	29%	26%	25%	24%	23%	22%	22%	
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	11.563	7.050	7.860	9.701	7.458	11.770	11.626	10.857	10.623	10.666	
MARGEN EBITDA (%)	18.9%	11.9%	10.5%	10.9%	14.7%	11.2%	10.4%	9.4%	9.0%	8.8%	
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	11.563	7.050	7.860	9.701	7.458	11.770	11.626	10.857	10.623	10.666	
MARGEN EBITDAR (%)	18.9%	11.9%	10.5%	10.9%	14.7%	11.2%	10.4%	9.4%	9.0%	8.8%	
Cuota leasing del período	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Depreciaciones, Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los ga	330	542	1.002	629	200	512	511	511	511	511	
EBIT (incluye en gastos administrativos participación empleados)	11.233	6.508	6.858	9.072	7.258	11.258	11.115	10.346	10.111	10.155	
Gasto Financiero del período	-6.117	-422	-618	-800	-306	-1.059	-1.657	-1.211	-933	-205	
Impuestos a la renta	-968	-1.155	-1.701	-1.785	0	-2.143	-2.364	-2.284	-2.295	-2.487	
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing)	88.6%	3.5%	5.9%	6.5%	3.1%	4.2%	7.4%	7.2%	8.6%	3.9%	
UTILIDAD NETA	4.502	5.464	4.402	6.955	7.027	8.536	7.573	7.331	7.364	7.942	
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	32.8%	18.1%	12.5%	16.9%	29.2%	17.8%	14.0%	12.2%	11.3%	11.1%	
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	17.8%	10.6%	8.0%	11.4%	19.2%	10.5%	7.7%	7.4%	7.4%	8.0%	
FLUJO DE CAJA											
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización; Provisiones)	4.832	6.006	5.404	7.584	7.227	9.048	8.085	7.843	7.875	8.453	
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	-460	-1.818	-7.478	-10.704	-17.807	-2.446	12.768	6.507	-859	-1.258	
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	4.373	4.188	-2.074	-3.120	-10.580	6.603	20.853	14.349	7.015	7.195	
Inversión en Activos Fijos	-346	-313	-547	-257	-381	-300	-300	-300	-300	-300	
Otras Inversiones, Neto	0	0	1.505	0	0	0	0	0	0	0	
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos no	4.026	3.875	-1.117	-3.377	-10.961	6.303	20.553	14.049	6.715	6.895	
Variación Neta de Deuda Financiera	-2.587	-3.344	171	3.350	11.154	11.056	-5.259	-5.771	-6.293	-5.036	
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	3.745	4.375	5.348	4.175	0	0	0	0	0	0	
Pago de Dividendos	-6.009	-4.504	-4.672	-4.361	0	-1.800	-1.800	-1.800	-1.800	-1.800	
Otros Financiamientos, Neto	-88	234	706	-295	-1.125	-1.125	-16.231	-13.494	-6.478	1.377	
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período	912	637	437	509	932	14.434	-2.738	-7.015	-7.856	1.436	
Medidas del Flujo de Caja (cash flow measures) ajustadas según FITCH											
EBITDA OPERATIVO	11.563	7.050	7.860	9.701	7.458	11.770	11.626	10.857	10.623	10.666	
(-) Gasto Financiero del período	-6.117	-422	-618	-800	-306	-1.059	-1.657	-1.211	-933	-205	
(-) Impuesto a la renta del período	-968	-1.155	-1.701	-1.785	0	-2.143	-2.364	-2.284	-2.295	-2.487	
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período (ingreso manual diferenciando de total div	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	4.478	5.473	5.541	7.116	7.152	8.568	7.605	7.363	7.395	7.973	
(-) Variación Capital de Trabajo	-460	-1.818	-7.478	-10.704	-17.807	-2.446	12.768	6.507	-859	-1.258	
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	4.019	3.655	-1.937	-3.588	-10.655	6.123	20.373	13.869	6.535	6.715	
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	354	533	563	468	76	480	480	480	480	480	
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-6.009	-4.504	-4.672	-4.361	0	-1.800	-1.800	-1.800	-1.800	-1.800	
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-346	-313	-547	-257	-381	-300	-300	-300	-300	-300	
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-1.983	-629	-6.593	-7.738	-10.961	4.503	18.753	12.249	4.915	5.095	
FFO MARGEN (FFO/ventas)(%)	7.32%	9.24%	7.40%	7.98%	14.11%	8.17%	6.80%	6.36%	6.27%	6.60%	
(-) cuota leasing del período (ingreso manual - incluido en gastos administrativos)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
EBITDAR OPERATIVO (EBITDA+ CUOTA LEASING DEL PERÍODO)	11.563	7.050	7.860	9.701	7.458	11.770	11.626	10.857	10.623	10.666	
BALANCE											
Caja e Inversiones Corrientes	1.414	2.051	2.489	1.979	1.047	16.231	29.725	36.203	34.827	34.885	
Activos Totales	50.625	52.880	56.817	65.526	80.540	96.768	99.535	99.319	99.043	100.716	
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye leasing)	8.979	7.065	5.117	10.586	21.740	7.743	8.343	8.914	7.719	2.683	
Pasivo financiero Largo Plazo	4.830	3.400	5.520	3.400	3.400	17.299	11.440	5.098	0	0	
Financiamiento Leasing	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Obligaciones Financieras Total (ajustada a leasing)	13.809	10.465	10.637	13.986	25.140	25.042	19.783	14.012	7.719	2.683	
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	27.441	32.777	37.854	44.622	51.650	51.359	57.132	62.664	68.227	74.369	
Capitalización ****	41.250	43.242	48.491	58.608	76.790	76.401	76.915	76.675	75.946	77.052	
Pasivos contingente	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
ACTIVO PIGNORADO											
Derechos Fiduciarios	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones	50.625	52.880	56.817	65.526	80.540	96.768	99.535	99.319	99.043	100.716	
Emisión de Obligaciones en Circulación	0	0	0	0	24.000	24.000	24.000	24.000	24.000	24.000	
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x)	0	0	0	0	3	4	4	4	4	4	
Límite Legal para Emitir Obligaciones	40.500	42.304	45.454	52.421	64.432	77.414	79.628	79.455	79.234	80.573	

(x) Índice expresado en número de veces

* EBITDA = Resultado de Operación incluyendo en gastos administrativos la participación empleados + Depreciación y Amortización

** Costo de Financiamiento Estimado= Intereses pagados/ Deuda Bancos+Mercado valores+comercial financiera+terceros, relacionados o accionistas Promedio (no ajustada a leasing)

**** Capitalización= Deuda Financiera total ajustada a leasing+ Patrimonio.

TEOJAMA COMERCIAL		PROYECCIONES REALIZADAS POR TEOJAMA									
(Miles de USD)		dic-04	dic-05	dic-06	dic-07	jun-08	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12
INDICADORES FINANCIEROS											
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)		1.89	16.71	12.72	12.13	24.35	11.12	7.02	8.97	11.38	51.96
(EBITDA - Inver. en Activo Fijo) / Gasto Financiero del período (x)		1.83	15.96	11.83	11.80	23.10	10.83	6.83	8.72	11.06	50.50
EBITDAR / cargos fijos (intereses y cuota leasing del período)		1.89	16.71	12.72	12.13	24.35	11.12	7.02	8.97	11.38	51.96
Deuda Financiera Total / EBITDA o EBITDAR (x) Anual		1.19	1.48	1.35	1.44	1.69	2.13	1.70	1.29	0.73	0.25
Deuda Financiera Neta / EBITDA o EBITDAR (x) Anual		1.07	1.19	1.04	1.24	1.62	0.75	-0.86	-2.04	-2.55	-3.02
Deuda Financiera Total (ajustada a leasing) / FFO (x)		3.08	1.91	1.92	1.97	1.76	2.92	2.60	1.90	1.04	0.34
(FCF) Flujo de caja libre/ deuda financiera total (ajustada al leasing)		-14%	-6%	-62%	-55%	-87%	18%	95%	87%	64%	190%
Deuda Financiera Total ajustada leasing / Capitalización (%)		33.5%	24.2%	21.9%	23.9%	32.7%	32.8%	25.7%	18.3%	10.2%	3.5%
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)		29%	26%	33%	23%	21%	18%	23%	26%	31%	36%
Deuda Financiera Total ajustada leasing / Pasivo Total (%)		60%	52%	56%	67%	87%	55%	47%	38%	25%	10%
Pasivo Total NO ajustada leasing / Patrimonio (x)		0.84	0.61	0.50	0.47	0.56	0.88	0.74	0.58	0.45	0.35
Pasivo Total NO ajustado leasing / Patrimonio Tangible (x)		0.84	0.61	0.50	0.47	0.56	0.88	0.74	0.58	0.45	0.35
Pasivo Total ajustado leasing / Patrimonio (x)		0.84	0.61	0.50	0.47	0.56	0.88	0.74	0.58	0.45	0.35
Pasivo Total ajustado leasing / Patrimonio Tangible		0.84	0.61	0.50	0.47	0.56	0.88	0.74	0.58	0.45	0.35
LIQUIDEZ											
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (ajustado a leasing)		65.0%	67.5%	48.1%	75.7%	86.5%	30.9%	42.2%	63.6%	100.0%	100.0%
Caja e Inv. Corrientes / Deuda Financiera Corto Plazo (incluyendo cuota)		15.7%	29.0%	48.6%	18.7%	4.8%	209.6%	356.3%	406.1%	451.2%	1300.2%
FFO / intereses del período (FFO/interest cover)		173.2%	1397.0%	996.6%	989.5%	2434.7%	909.3%	558.9%	707.9%	892.3%	3984.6%
CFO / intereses del período (CFO/interest cover)		165.7%	966.1%	-213.4%	-348.5%	-3378.6%	678.3%	1329.3%	1245.2%	800.2%	3371.8%
FFO / cargos fijos (intereses período+cuota leasing)		173.2%	1397.0%	996.6%	989.5%	2434.7%	909.3%	558.9%	707.9%	892.3%	3984.6%
CFO / cargos fijos		65.7%	866.1%	-313.4%	-448.5%	-3478.6%	67.0%	875.8%	621.5%	154.1%	3271.8%
FFO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual		0.50	0.77	1.08	0.67	0.66	1.11	0.91	0.83	0.96	2.97
CFO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual		0.45	0.52	-0.38	-0.34	-0.98	0.79	2.44	1.56	0.85	2.50
FFO / Porción Corriente LP (x) Anual											
CFO / Porción Corriente LP (x) Anual											
EBITDAR / (Deuda Financiera Corto Plazo + Cuota leasing período) (x)		1.29	1.00	1.54	0.92	0.69	1.52	1.39	1.22	1.38	3.98
EBITDAR / (Deuda Financiera Corto Plazo + Cuota leasing período + Gastos Fijos)		4.04	1.06	1.75	0.99	0.71	1.76	1.74	1.41	1.57	4.30
EBITDAR / (Porción Corriente Deuda LP + Cuota leasing + Gastos Fijos)		1.89	16.71	12.72	12.13	24.35	11.12	7.02	8.97	11.38	51.96
Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual		-0.22	-0.09	-1.29	-0.73	-1.01	0.58	2.25	1.37	0.64	1.90
Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual											
OTROS INDICES											
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)		14.011	15.759	21.187	22.989	26.830	40.527	45.071	47.348	47.897	53.930
Liquidez Ácida (x)		1.44	1.55	2.24	2.04	1.59	1.97	2.00	2.04	2.06	2.46
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales) / Pasivo Corriente		1.34	1.49	2.22	2.01	1.49	1.91	1.96	1.99	2.01	2.40
Activo corriente / Pasivo Total (x)		1.36	1.57	1.77	1.88	1.77	1.48	1.76	2.11	2.50	2.98
Patrimonio / Activo Total (x)		0.54	0.62	0.67	0.68	0.64	0.53	0.57	0.63	0.69	0.74
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)		2	2	2	2	2	2	2	3	3	3
Días de cuentas por cobrar		203	222	211	214	215	208	158	129	128	127
Rotación de inventarios (x)		7	6	9	11	6	5	6	6	5	5
Días de inventarios		55	63	39	34	60	66	65	65	67	69
Rotación de cuentas por pagar (x)					140	171	13	13	13	13	13
Días de cuentas por pagar					3	2	29	28	28	28	28
Rotación Capital de Trabajo		3	3	2	3	3	2	2	2	2	2
Días de Capital de Trabajo		121	140	145	130	128	184	191	191	188	207
Días de Ciclo de Operación					-115	-144	-60	-4	25	22	39
Vencimientos Deuda Financiera											
Año		dic-04	dic-05	dic-06	dic-07	jun-08	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12
Vencimientos Emisión Obligaciones		0	0	0	0	0	1.288	5.413	5.859	6.342	5.098
Vencimientos Otra deuda Financiera		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Total		0	0	0	0	0	1.288	5.413	5.859	6.342	5.098

(x) Índice expresado en número de veces