



**Ecuador
EMISION DE OBLIGACIONES**

**TEOJAMA COMERCIAL S.A.
(TEOJAMA)**

Calificación

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

Emisión de Obligaciones	
Monto Serie A1	USD 12'000.000 (Valor nominal del título USD 50 mil)
Monto Serie A3	USD 12'000.000 (Valor nominal del título USD 25 mil)
Plazo	1.440 días desde la emisión de cada tramo.
Cupón de Interés	8% anual fija
Pago de Interés	90 días para 2 series
Amortización	90 días para 2 series
Forma de pago	16 cupones de pago conjunto capital e intereses
Garantía	General
Destino de la emisión	Reestructuración pasivos y capital de trabajo
Agente Estructurador	OBLICORP
Agente Pagador	PRODUBANCO
Representante Obligacionistas	POLIT & POLIT ABOGADOS S.C.C.

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACION

Con base en los Estados Financieros auditados del 2008 y directos a May-09 y al resto de la información presentada de la compañía Teojama Comercial S. A., el Comité decidió mantener 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 verá 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".

Las calificaciones otorgadas son calificaciones locales que indican el riesgo de crédito relativo dentro del mercado ecuatoriano, por lo tanto no incorpora el riesgo país ni los efectos que se generarían por cambios en la política monetaria y/o cambiaria. La calificación incorpora los riesgos sistémicos que provienen de factores macroeconómicos tanto internos como externos y que afectan el riesgo crediticio de las instituciones del sistema.

- La rectificación contable realizada para recoger el registro de intereses ganados por el método de devengado, significó una reducción de USD 3.266M en el Patrimonio, que ha afectado la posición patrimonial de la empresa, sus niveles de endeudamiento.
- Por otro lado, la estructura de composición del Patrimonio se fortalece por el incremento del capital pagado, que integra el patrimonio primario no repartible, tiene una participación del 50%.
- Adicionalmente, los niveles de liquidez se afectan tanto por la menor generación operativa, por el mayor requerimiento de capital de trabajo, como también, por el pago de deudas a relacionadas y el reparto de dividendos.
- A pesar de lo cual consideramos que se mantienen niveles adecuados, tanto patrimoniales como de endeudamiento, que le permitirían mitigar el riesgo de refinanciamiento de su deuda de corto plazo que se mantiene dado los flujos de caja negativos que genera.
- La gestión de su negocio mantiene resultados positivos estables, con niveles de rentabilidad atractivos que son generados en la actividad principal del negocio y en el financiamiento de los vehículos que vende.
- La empresa mantiene una participación estable en el mercado de Automotriz, que en los últimos años ha experimentado un crecimiento importante como se verificó a Dic-08, y prevé mantener un crecimiento

Contactos

Sonia Rodas.
(593 2) 222 2323
rodass@uio.satnet.net
Patricio Baus H
(593 2) 254 8393
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: Julio/ 2009

ESTADOS FINANCIEROS A: Mayo/31/2009

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.



conservador de las ventas en los próximos años. Sin embargo, en este año podría no alcanzarse las ventas planificadas ya que en el período ene-09 a may-09 se vendieron únicamente el 25.5% de las unidades proyectadas para fin de año.

- La capacidad de pago de la emisión se mantiene dada la generación estable de ingresos, la rentabilidad final de la gestión de la empresa, la fortaleza patrimonial que aún mantiene la empresa y que permitiría el refinanciamiento de parte de su deuda de corto plazo, a lo que se suma la calidad de su principal activo las cuentas por cobrar de sus clientes.
- El flujo proyectado no se cumple, por una menor rentabilidad, el mayor requerimiento de capital de trabajo, un mayor reparto de dividendos que los planificados. Sin embargo, la empresa mantiene las proyecciones originales presentadas, pero estimamos que la capacidad de pago se mantiene dadas las cifras históricas analizadas.
- La emisión 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 a Dic-08 auditados por la firma Deloitte e interinos para Mayo 2009, los auditados presentan una limitación debido a que la empresa no realizó el inventario físico de repuestos de vehículos, cuyo saldo fue de USD 3.6MM. Tampoco presentó la información comparativa con el año 2007.

A may-09 se ha decidido el reparto anticipado de dividendos correspondientes al año 2009, y se realizó el reparto del 8.22% de las utilidades del 2008, dejando el resto de las utilidades como reservas de capital que fortalecen la posición patrimonial mientras no sean retiradas.

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

- Crecimiento del mercado automotriz en los últimos años y expectativas futuras en el segmento que atiende con sus unidades.
- 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

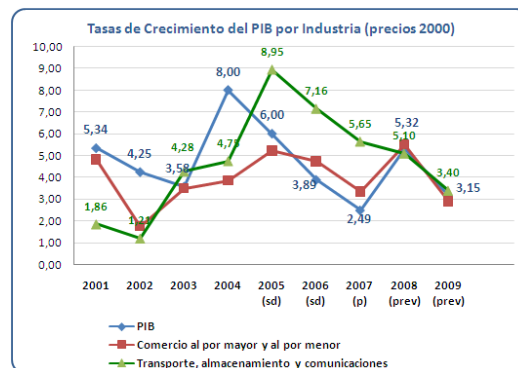
- Competencia en vehículos importados de menores costos.
- Subida de precios internacionales por diferencias cambiarias.
- Bajo nivel de crecimiento económico e incertidumbre en el entorno macroeconómico.

ANALISIS ECONOMICO DEL PAIS

Durante el año 2008 la política económica del Gobierno se orientó a reactivar la economía nacional utilizando al gasto y a la inversión pública como dinamizadores de la economía interna, sobre todo en los sectores de la construcción pública y privada, en la construcción y reconstrucción de carreteras y en los programas de vivienda en todo el país.

Objetivo que se logró ya que según las cifras del Banco Central en el año 2008 la tasa de crecimiento del PIB sería de 5.32%. Sin embargo, en este año 2009 la crisis internacional afectó ya a la economía nacional por la drástica reducción de los precios del petróleo, la disminución de las remesas de los migrantes, que comparativamente representan el 15.25% de las exportaciones, y la reducción general de las exportaciones, por lo que las previsiones de crecimiento de este año están alrededor del 3.5%.

Igual situación ocurre con las perspectivas de crecimiento de los principales sectores relacionados con la actividad de la empresa que son Comercio y Transportes cuyas previsiones muestran una tendencia positiva en los últimos años como se observa en el presente gráfico y una reducción en este año.



En los últimos años, el sector del transporte al igual que la economía ecuatoriana en general mostró tasas de crecimiento cada vez menores desde el año 2004, debido a la dependencia que la economía tiene del sector petrolero, en el año 2004 se alcanzó un gran crecimiento del PIB petrolero que impulsó el crecimiento del resto de la economía. Sin embargo a partir de entonces la

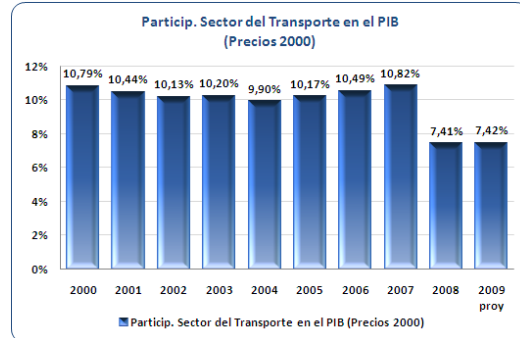
economía ha ido desacelerándose, según las cifras del Banco Central durante el año 2007 se alcanzó un crecimiento del 2.49% y en el 2008 se habría alcanzado un crecimiento de 5.32%, impulsado tanto por el crecimiento de la inversión pública en infraestructura, especialmente en construcción de carreteras y en el sector de la vivienda.

El sector del transporte muestra tasas de crecimiento superiores a las del PIB desde el año 2005, en el año 2008, tiene una tasa ligeramente inferior a las del PIB, las previsiones del 2009 dan una tasa ligeramente superior al PIB.

En este año, la reducción de la disponibilidad de recursos fiscales para inversión, causada por la disminución de los precios por la crisis internacional, ha frenado el crecimiento de la economía en general y la del sector de transporte en el primer trimestre de este año y las tasas de crecimiento que se esperan para fin de año son mucho menores que las del año 2008. Como se observa en el gráfico anterior.

Sin embargo, se advierte una lenta recuperación de la liquidez en la economía y en la disponibilidad del recurso para inversión pública, en parte por la recuperación de los precios del petróleo, lo que hace posible sostener el proceso de inversión pública aunque con tasas de crecimiento menores a las del año anterior, como se muestra en los gráficos siguientes, donde se presenta la relación Inversión Pública / PIB, en los años anteriores y también la lenta recuperación en los primeros meses de este año.

El sector del Transporte aporte aproximadamente un 10% en los últimos años, pero reduce su peso en el año 2008 al 7.4% del PIB debido al mayor crecimiento de otros sectores como el de la construcción y el de electricidad. En el gráfico siguiente se muestra la participación histórica del sector:



En Ecuador, el segmento de transporte y almacenamiento se mantiene en crecimiento, el nivel de ventas en el mercado automotor mantiene una dinámica fuerte y positiva, en especial en la venta de vehículos, y dentro de este de las ventas de Buses y Camiones.

■ DESCRIPCION DEL EMISOR

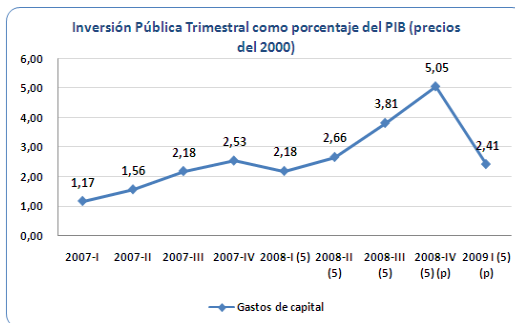
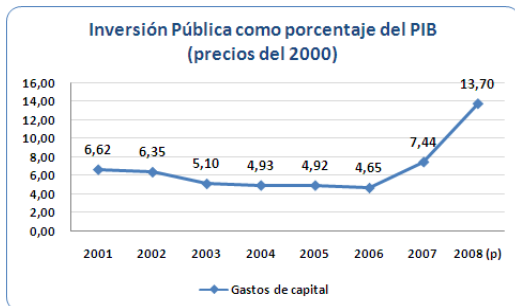
La compañía se constituyó en Cuenca, el 17 de diciembre de 1963, bajo el nombre de Teojama Comercial S.A., con un Capital Social de \$100.000 sucres. El 21 de diciembre de 1972 se reforman los estatutos y se traslada el domicilio a Quito. En la actualidad cuenta con un Capital Social de USD 20.310M y 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.



El crecimiento de la inversión pública en este primer trimestre es mayor al alcanzado en igual trimestre del año anterior. Por lo que podría ser factible el crecimiento sectorial esperado para el 2009 es de 3.6% (precios del 2000).



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 2008 registra ventas de 1.992 unidades (1.501 en 2007) de la marca Hino con una participación de 42.45% en el nicho de mercado de marca y 437 (802 en el 2007) unidades de la marca Daihatsu con una participación del 70.6% en la marca.

La participación total de Teojama es 2.16% en las ventas totales del mercado ecuatoriano, y el 17.31% en las ventas total país de Camiones y Buses.

Teojama tiene una red propia de ventas, distribuida en Quito, Guayaquil, Cuenca, Manta. Adicionalmente es propietaria de Servicios y Talleres S.A., que da servicio mecánico y de 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.

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	0.005%
Jacinto Ignacio Malo Monsalve	0.005%

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:

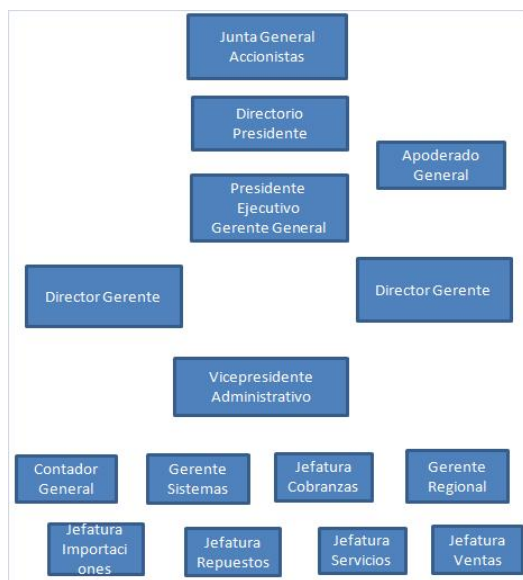
PRESIDENTE	Jacinto I. Malo Monsalve
DIRECTOR	Manuel Malo Monsalve
DIRECTOR	Manuel A. Malo Vidal
DIRECTOR	Sebastian Malo Vidal
DIRECTOR	Andrés Malo Barria
SECRETARIO	Carlos Donoso Echanique

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 integrara 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.

De acuerdo a la AEADE (Asociación de Empresas Automotrices del Ecuador), en el año 2008 se vendieron 112.684 unidades, con un crecimiento de 23% respecto del 2007. El 58.5% (63.64% en el 2007) de la oferta de vehículos fue importada; de acuerdo a datos oficiales de la AEADE. La composición de las ventas cambió en estos dos años con un crecimiento en los vehículos comerciales: Camionetas (35%), Buses y Camiones (19%) que en conjunto pasaron de una participación de 29.4% a 36.3% entre el 2006 y el 2008 respectivamente.

La venta de camiones el incremento significativo obedeció a la inversión pública dirigida a la reconstrucción de carreteras y obras de infraestructura para mitigar los daños del invierno que afectaron al país.

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:

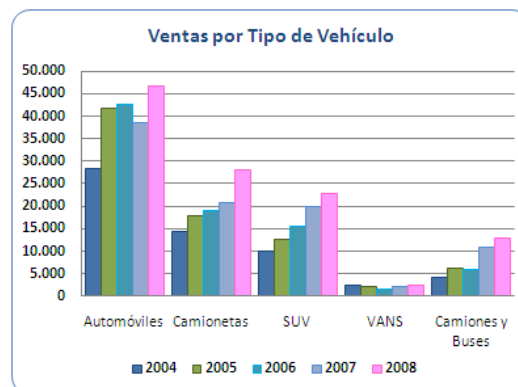
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	Crec. %
Automóviles	26.313	28.474	41.695	42.710	38.565	46.846	21,5%
Camionetas	13.472	14.198	17.734	18.940	20.660	27.963	35,3%
SUV	8.639	10.009	12.647	15.384	19.769	22.710	14,9%
VANS	2.183	2.372	2.054	1.555	1.917	2.207	15,1%
Camiones y Buses	4.219	4.098	6.280	5.916	10.867	12.958	19,2%
TOTAL	54.826	59.151	80.410	84.505	91.778	112.684	22,8%

Fuente: Anuario AEADI 2007

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Automóviles	48,0%	48,1%	51,9%	50,5%	42,0%	41,6%
Camionetas	24,6%	24,0%	22,1%	22,4%	22,5%	24,8%
SUV	15,8%	16,9%	15,7%	18,2%	21,5%	20,2%
VANS	4,0%	4,0%	2,6%	1,8%	2,1%	2,0%
Camiones y Buses	7,7%	6,9%	7,8%	7,0%	11,8%	11,5%
TOTAL	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Anuario 2007. AEADE.

Elaboración: BWR



Fuente: Anuario 2007. AEADE.

Elaboración: BWR

La perspectiva para el 2009 es una disminución de ventas debido a las restricciones establecidas especialmente a las importaciones. El crecimiento del segmento de vehículos de trabajo dependerá del mantenimiento de la inversión pública que está condicionada a la disponibilidad de recursos provenientes del petróleo. Lo que explica la disminución que se observó en el primer semestre. Para fines de año se espera una reducción cercana al 20% frente al record que tuvieron en el año 2008.

El sector automotor contribuye el fisco a través varios impuestos como IVA, ICE, aranceles y tasas. En el estudio de AEADE se estima que en el año 2008 el sector pagó alrededor de USD 700MM al fisco que fue 58% mayor que el pago realizado en el año 2007.

El IVA correspondiente es del 12% para todo tipo de vehículos. En relación con el Impuesto a los consumos especiales ICE en el año 2007 todos los vehículos excepto los de más de 3.5 toneladas, estaban gravados por igual con un 5.15%, pero en el año 2008 la Ley de Equidad tributaria creó una diferenciación del ICE por tipo de vehículo y por su precio de venta al público; 5% para autos y SUV's de hasta USD 20.000, de 5% para camionetas y furgonetas de hasta USD 30.000, 15% para autos y SUV's entre USD 20.000 y USD 30.000, de 25% para todo vehículo de más de USD 40.000. Como resultado de ello se redujeron las ventas de vehículos de altos precios en más del 50%. En agosto del 2008 entró en vigencia una ley orgánica reformativa de la ley de Régimen Tributario Interno, una tabla de valores sobre el ICE, que buscó la limitación de las importaciones y logró el incremento importante de este tipo de impuesto.



Los Aranceles para vehículos livianos pagan el 35% y los comerciales 10% por aranceles. Los vehículos ensamblados en el país o los ensamblados en los países andinos no pagan aranceles y existen demás se mantuvo convenios de preferencias arancelarias para países del Mercosur y con México. En el año 2008 se eliminó también el arancel sobre los CKD's que antes estaban gravados con el 3%.

En este año 2009 entró en vigencia cupos de importación, que posteriormente en Jun-09 se modificó la salvaguarda establecida en Ene-09 a cambio de una sobre tasa arancelaria de 12% para todos los vehículos.

Los vehículos de trabajo que son la principal línea de negocios de la empresa, no tiene ICE, y los aranceles serían 12% para los vehículos provenientes de Colombia y la Región, y 12% más 5% para los provenientes de Japón. Por lo que esta medida implica un incremento del precio de los vehículos.

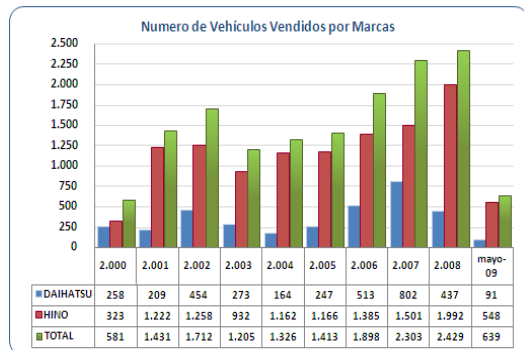
Alrededor del 65% de las ventas del sector automotor se realizan a crédito, de manera que las facilidades y condiciones de dichos préstamos determinan en gran medida la evolución de esta actividad.

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 se mencionó 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 2008. AEADE.
Elaboración: BWR

De acuerdo al informe de AEADE, la ventas nacionales para el 2008 fueron de 112.684 vehículos, de los cuales Teojama vendió 437 de la marca Daihatsu y 1992 de la marca Hino, en total 2.429 autos, que representan el 2.16% del total del mercado nacional.

La participación de Daihatsu es 0.55% del mercado, de la cual Teojama vendió el 70.6%.

La principal línea de la empresa es HINO que tuvo una participación del 4.16% del mercado de las cuales la empresa tuvo el 42.45% en el año 2008.

En la línea de camiones Hino se observa un crecimiento continuo del número de unidades vendidas durante los últimos años.

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

VENTAS MERCADO CAMIONES Y BUSES (UNIDADES VENDIDAS)			
	2006	2007	2008
MERC. CAMION Y BUSES	5.910	10.867	12.958
CAMION Y BUS VENDIDOS TEOJAMA	1.525	1.856	2.243
Particip. Merc. TEOJAMA	25,8%	17,1%	17,3%

El crecimiento de Teojama en su principal nicho de mercado fue de 20.85% en el año 2008, el crecimiento del segmento en el mercado total del país fue de 19.24% y por tanto elevó ligeramente su participación en el segmento.

Las ventas del año 2008 (2.429 unidades) superaron en 4% las proyecciones del año que fueron 2.334.

Para el año 2009 se proyectó vender 2.503 vehículos y hasta May-09 se han vendido 639 que representan únicamente el 25.53% de las ventas esperadas para el año.

A nivel del mercado total el año anterior hasta may-08 se vendieron el 36% de las ventas y el 64% se realizaron en el período Jun-Dic.

Estructura de comercialización

La cadena de ventas de Teojama, está distribuida en siete 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, y desde el año 2008 se abrió 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.

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.

¹ <http://www.aeade.net/cifras.htm>

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.

Para este año 2009 se mantienen las principales políticas de ventas, 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.

Para las volquetas se exige el 50% de la entrada, a 36 meses, considerando que tiene una vida útil menor que los otros vehículos, con lo que se preserva la calidad de la cartera.

■ 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 24% promedio en los últimos cinco años.

Quito, ECUADOR	dic-04	dic-05	dic-06	dic-07	jun-08	dic-08	may-09
Volumen de Ventas (Unidades) AUTOS	1.327	1.413	1.896	2.303	1.149	2.429	639
HINO	1.163	1.166	1.384	1.501	935	1.992	548
DAIHATSU	164	247	512	802	214	437	91
Distrib. de Ventas en USD	45.655	49.270	64.884	76.996	45.043	106.177	32.011
HINO	42.802	44.707	55.755	62.042	40.678	97.045	29.937
DAIHATSU	2.853	4.563	9.130	14.955	4.365	9.132	2.074
% USD	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
HINO	93.8%	90.7%	85.9%	80.6%	90.3%	91.4%	93.5%
DAIHATSU	6.2%	9.3%	14.1%	19.4%	9.7%	8.6%	6.5%

A Dic-08 el 89.9% (89.45% a May-09) de las ventas de la empresa se generan por la venta de Vehículos Hino y Daihatsu, y el 10.13% restante está constituido por la venta de repuestos, y por ingresos provenientes del financiamiento de vehículos.

RESULTADOS	dic-05	dic-06	dic-07	dic-08	may-09
Ventas	59.203	74.902	89.158	114.068	35.788
% crecimiento	-3.3%	26.5%	19.0%	27.9%	-24.7%
MARGEN BRUTO (%)	32%	30%	29%	18%	16%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos adminis	7.050	7.860	9.701	6.322	1.176
MARGEN EBITDA (%)	11.91%	10.49%	10.88%	5.54%	3.29%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos admini	7.050	7.860	9.701	6.322	1.176
MARGEN EBITDAR (%)	11.91%	10.49%	10.88%	5.54%	3.29%
Depreciaciones, Amortizaciones, Provisiones (solan	542	1.002	629	935	126
EBIT (incluye en gastos administrativos partici	6.508	6.858	9.072	5.387	1.050
Gasto Financiero del periodo	-422	-618	-800	-499	-630
Impuestos a la renta	-1.155	-1.701	-1.785	-3.003	0
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye to	3.5%	5.9%	6.5%	2.3%	7.4%
UTILIDAD NETA	5.464	4.402	6.955	7.834	3.401
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	18.1%	12.5%	16.9%	17.3%	17.2%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	10.6%	8.0%	11.4%	10.2%	9.0%

Los cambios en la contabilización de intereses ganados afectaron también las medidas de la rentabilidad operativa, y por tanto la comparación con los indicadores de los años anteriores no es correcta sin tomar en cuenta este efecto.

La rentabilidad final de la empresa tiene una tendencia estable que se sostiene en la generación de ingresos producidos en el negocio principal de la empresa, que se refleja en el margen bruto, y por tanto en el margen operativo EBITDA, pero también desde el año anterior crece también el aporte del negocio de financiamiento de los vehículos que vende, que desde el año 2008 la Auditora los contabiliza en intereses ganados en la línea de Otros ingresos, estos últimos no entran en la estimación del margen EBITDA, sino que se reflejan en la rentabilidad final. Anteriormente estaban registrados como parte de ingresos de ventas y por tanto estaban registrados en el EBITDA.

El margen bruto a Dic-08 fue de 18% y a May-09 disminuyó a 16%. La disminución que se observó a Dic-08 se debe a la contabilización de intereses ganados en base a su causación, por lo que los intereses cobrados por el negocio financiero están en la línea de otros ingresos.

Los intereses son facturados en su totalidad en el momento de la compra, y en el informe auditado del año 2008 se presenta ya una diferenciación entre intereses devengados que son incluidos en las cuentas por cobrar y los no devengados que se reconocen en resultados en función al tiempo de vigencia del crédito. El cambio a esta metodología de reconocimiento de ingresos por intereses significó un incremento de USD 3.266M en intereses no devengados y la disminución del mismo valor en utilidades de ejercicios anteriores en el Patrimonio.

A dic-08 la empresa mantiene un nivel de gastos operacionales que absorbe alrededor del 66.4% del margen bruto, por lo que el margen EBITDA se reduce a niveles cercanos al 5.54% y 3.29% a May-09.

Debido a la naturaleza del negocio los gastos por amortizaciones y depreciaciones no son significativos, el crecimiento de la cartera requirió que se eleven paulatinamente los gastos de provisiones para la cartera

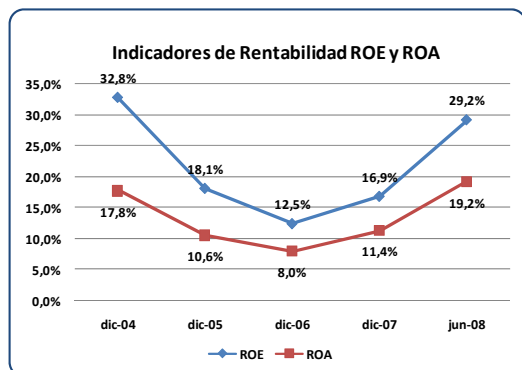
en riesgo, la política de la compañía es mantener una cobertura con provisiones del 1% anual sobre los créditos concedidos en el ejercicio, y que se encuentren pendientes de recuperación al final de cada año, sin que la provisión acumulada pueda exceder del 10% de la cartera total.

El gasto financiero absorbe el 0.4% a Dic-08 de los ingresos de las ventas (1.8% a May-09), así mismo a Dic-08 absorbe el 7.9% del EBITDA (53.6% a May-09).

La segunda fuente de ingresos de la empresa son los intereses pagados y provienen del rendimiento por la financiación de una parte de las ventas de vehículos, la cartera de clientes es su principal activo (79%), estos ingresos si bien no provienen del giro principal de negocios y no son considerados operativos, si son una importante fuente de rentabilidad de la empresa. A May-09 los ingresos por intereses ganados representaron el 8.2% (5.5% a Dic-08) de los ingresos por ventas, y 86% de la utilidad antes de impuestos y participaciones (50% a Dic-08).

Con este importante aporte de ingresos por intereses se obtiene un margen de utilidad final que representa el 9.5% (6.9% a Dic-08) sobre los ingresos por ventas.

La rentabilidad sobre activos es 19.2%. Se debe anotar que a May-09 no se ha realizado provisiones para gastos de participaciones e impuestos por lo que la rentabilidad final sobre activos a fin de año podría ser menor, a Dic-08 el ROA fue 6.9%, como se puede observar en el siguiente gráfico:



La rentabilidad sobre el Patrimonio (ROE) dan cuenta de la gestión de una empresa rentable que presenta una tendencia variable, se debe anotar que el incremento que se observa a Dic-08 obedece también, a más de la rentabilidad generada en el año, a la disminución del Patrimonio por el ajuste de la metodología de contabilización de intereses ganados que afectaron las utilidades de años anteriores. A May-09 la utilidad es aún antes de impuestos y participaciones.

ESTRUCTURA DEL BALANCE

Quito, ECUADOR	CRAI	CRAI	CRAI	DELOITTE	Directo	%
(\$ MILES)	dic-05	dic-06	dic-07	dic-08	may-09	may-09
BALANCE GENERAL						
Total Activo Corriente	31.550	33.593	59.614	44.578	45.200	48%
Fondos Disponibles	2.051	2.489	1.979	755	757	0.81%
Inversiones temporales	0	0	0	0	0	0.00%
Cuentas por Cobrar Comerciales netas	21.520	25.011	51.198	27.130	31.322	33.51%
Inventarios Neto	7.024	5.747	5.943	16.355	11.353	12.15%
Otras cuentas por cobrar (afecta al flujo)	758	52	347	0	887	0.95%
Gastos pagados por anticipado	197	294	147	338	746	0.80%
Total Activo No Corriente	21.330	23.224	5.912	43.840	48.279	52%
Propiedades	6.008	5.855	5.839	6.645	7.753	8.29%
Inversiones	1.578	73	73	109	109	0.12%
Cuentas por Cobrar LP Comerciales	13.744	17.296	0	37.086	40.416	43.24%
ACTIVOS TOTALES	52.880	56.817	65.526	88.418	93.479	100%

El principal activo de la empresa son las cuentas por cobrar a sus clientes, que representa el 76.75% de los activos. A May-09 el total de la cartera es de USD 74.174M de los cuales el 33.51% (USD 33.758M) son de corto plazo, y el resto de la cartera 43.24% tiene plazos de vencimiento hasta de 36 meses, de acuerdo con las políticas de financiamiento de la empresa.

La cartera es de buena calidad, a May-09 la cartera vencida es de 2.32% (7.78% a Dic-08) que tiene una cobertura de 146% con provisión. La mayor morosidad observada en Dic.08 obedeció a casos puntuales de negocios con flotas de vehículos que se ajustaron posteriormente. Se debe anotar que no corresponde a la morosidad total sino únicamente a la cartera vencida.

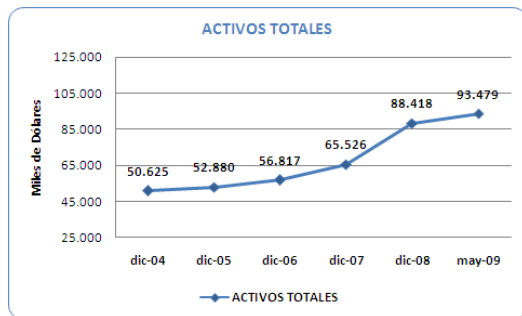
Los Inventarios representan el 12.15% de los activos (USD 11.35MM), en su mayor parte son vehículos e importaciones en tránsito.

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 debe señalar que en el informe auditado a Dic-08 se mantiene una observación al respecto ya que no se realizó el inventario físico, el valor de este inventario de repuestos fue de USD 3.574M. Al respecto la Administración nos ha informado que en el transcurso de este año se está realizando una reingeniería en el manejo de inventarios de acuerdo con las normas internacionales de Toyota Internacional, por lo que la observación de la Auditora se está resolviendo satisfactoriamente.

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.



En el año 2008 muestra un crecimiento de 34.9% localizado principalmente en la cartera de clientes y también en inventarios. A may-09 el crecimiento fue 5.7% en los cinco meses.

Este crecimiento ha sido acompañado con el incremento de Patrimonio, por lo que mantiene una fuerte posición patrimonial a lo largo del período. A Myo-09 el patrimonio representa el 52.2% de los activos (52% a Dic-08).

ENDEUDAMIENTO

(\$ MILES)	dic-05	dic-06	dic-07	dic-08	may-09	% May-09
Total Pasivo Corriente	15,791	12,406	16,383	32,232	20,919	22.4%
Obligaciones Financieras corto plazo (A+B)	7,065	5,117	10,586	9,022	8,331	8.91%
Total porción corriente de deuda financiera	0	0	0	3,000	2,331	2.49%
Total deuda financiera de corto plazo (meno Proveedores (no generan gasto financiero))	7,065	5,117	10,586	6,022	6,000	6.42%
Proveedores (no generan gasto financiero)	0	0	452	16,419	10,363	11.09%
Anticipos de Clientes	0	0	0	0	1,204	1.29%
Ingresos percibidos por adelantando	6,532	4,947	1,932	0	0	0.00%
Gastos acumulados por Pagar	1,177	1,211	2,149	4,961	288	0.31%
Impuestos y Retenciones por Pagar	983	1,094	1,223	253	733	0.78%
Participación empleados por Pagar	34	37	41	1,577	0	0.00%
Pasivo de Largo Plazo	4,313	6,556	4,520	10,120	23,739	25.4%
Deuda financiera de largo plazo	3,400	5,520	3,400	9,000	14,641	15.66%
Otros pasivos de largo plazo que afectan al flujo operativo					7,974	8.53%
PASIVOS TOTALES	20,104	18,962	20,903	42,352	44,659	47.8%

A may-09 el pasivo financia el 47.8% de los activos (48% a Dic-08 y 32% a Dic-07) y el Patrimonio financia el 52.2%. La colocación de la emisión de obligaciones en el mercado de valores, logró reestructurar los pasivos de la empresa, dando un mayor peso de los pasivos de largo plazo. La porción corriente de la deuda con el mercado de valores es el 2.49% y la de largo plazo es el 15.7% del pasivo y patrimonio.

Las demás 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, mantiene una cuenta por pagar a Toyota Tsusho Corporation.

A may-09 la deuda financiera bancaria de corto plazo constituye el 6.42% del pasivo y patrimonio, y la deuda con proveedores el 11.09%. La deuda con proveedores no tiene costo de interés.

A pesar del incremento del nivel de endeudamiento que se observa en este año, la compañía mantiene un nivel de

endeudamiento adecuado 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

Medidas del Flujo de Caja (cash flow measu	dic-05	dic-06	dic-07	dic-08	may-09
EBITDA OPERATIVO	7,050	7,860	9,701	6,322	1,176
(-) Gasto Financiero del periodo	-422	-618	-800	-499	-630
(-) Impuesto a la renta del periodo	-1,155	-1,701	-1,785	-3,003	0
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el periodo	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from	5,473	5,541	7,116	2,820	546
(-) Variación Capital de Trabajo	-1,818	-7,478	-10,704	-6,755	-5,711
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from op	3,655	-1,937	-3,588	-3,935	-5,165
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	533	563	468	6,249	3,021
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	0	-300	-40
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en e	-4,504	-4,672	-4,361	-2,926	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-313	-547	-257	-1,194	-1,233
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-629	-6,593	-7,738	-2,106	-3,417
FFO MARGIN (FFO/ventas)(%)	9.24%	7.40%	7.98%	2.47%	1.53%

Las medidas de liquidez y de capacidad de pago desde Dic-08 no son comparables con los años anteriores por los reajustes contables realizados por la Auditora que significaron la disminución del Patrimonio y la contabilización de los intereses ganados en la línea de Otros Ingresos que no entran en nuestros cálculos de EBITDA y Flujo de fondos operativos.

A Dic-08 y May-09 la generación de ingresos operativos no alcanza a financiar el crecimiento de la cartera de clientes y de inventarios, han demandado recursos cada vez mayores que no alcanzaron a ser financiados totalmente con los ingresos operativos.

Adicionalmente, es necesario señalar que la empresa realiza también el financiamiento de una parte de los vehículos que vende, por lo que genera ingresos por intereses ganados que son contabilizados como Otros Ingresos no operativos desde el año 2008, estos recursos apoyan la liquidez de la empresa y su capacidad de pago, a pesar de ello el flujo de caja libre es negativo y por tanto requirió de un incremento de financiamiento con deuda financiera, tanto a Dic-08 como a May-09.

Las necesidades de financiamiento del flujo operativo se explican totalmente por la estrategia de crecimiento que mantiene la empresa en los últimos años. Dado el flujo de caja negativo que mantiene la empresa necesita refinanciar sus deudas de corto plazo, sin embargo, consideramos que se mitiga el riesgo de refinanciamiento por la fortaleza patrimonial que mantiene y su nivel de endeudamiento controlado.

Históricamente, el crecimiento se ha sustentado de manera fuerte con patrimonio pero en este año ha utilizado en mayor medida otras fuentes como las del sistema financiero y el mercado de valores con la emisión de obligaciones.

A Dic-08 se observa la capitalización del 51% de las utilidades del año y el reparto de dividendos del 37.35% de las mismas. A may-09 se registra también un anticipo de dividendos que representa el 18.94% de las utilidades generadas en el período.



La generación de un flujo de caja libre negativo requirió elevar el nivel de endeudamiento, y elevó la relación Deuda Financiera/Patrimonio tangible que pasó de 0.32:1 en el 2007, a 0.40:1 en el 2008 y a 0.48:1 en may-09.

El flujo de caja antes de dividendos y de inversiones en activos fijos es positivo a Dic-08, debido al aporte de ingresos no operativos provenientes de intereses ganados. No así en May-09 que se mantiene negativo, por lo que se necesita un financiamiento adicional de USD 3.417M para financiar la operación de la empresa.

PROYECCIONES Y FLUJO DE CAJA

La empresa no ha realizado cambios a las proyecciones presentadas para la calificación. Para los próximos años la empresa ha planificado mantener la posición de mercado 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:

RESULTADOS	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12
Ventas	104.850	111.769	115.739	118.006	120.737
% crecimiento	17,6%	6,6%	3,6%	2,0%	2,3%
MARGEN BRUTO (%)	25%	24%	23%	22%	22%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos ad	11.770	11.626	10.857	10.623	10.666
MARGEN EBITDA (%)	11,23%	10,40%	9,38%	9,00%	8,83%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos ac	11.770	11.626	10.857	10.623	10.666
MARGEN EBITDAR (%)	11,23%	10,40%	9,38%	9,00%	8,83%
Depreciaciones, Amortizaciones, Provisiones	512	511	511	511	511
EBIT (incluye en gastos administrativos par	11.258	11.115	10.346	10.111	10.155
Gasto Financiero del período	-1.059	-1.657	-1.211	-933	-205
Impuestos a la renta	-2.143	-2.364	-2.284	-2.295	-2.487
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incl	4,2%	7,4%	7,2%	8,6%	3,9%
UTILIDAD NETA	8.536	7.573	7.331	7.364	7.942
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Ar	17,8%	14,0%	12,2%	11,3%	11,1%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	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.

Las proyecciones de ventas reales del año 2008 superaron las proyecciones en 8.08%, pero con una utilidad final menor debido a impuestos reales mayores a los planificados.

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 período 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 período. 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	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	11,12	7,02	8,97	11,38	51,96
(EBITDA - Inver.en Act. Fijo) / Gasto Financiero	10,83	6,83	8,72	11,06	50,50
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leas	11,12	7,02	8,97	11,38	51,96
Deuda Financiera Total /EBITDA o EBITDAR	2,13	1,70	1,29	0,73	0,25
Deuda Financiera Neta /EBITDA o EBITDAR (x)	0,75	-0,86	-2,04	-2,55	-3,02
Deuda Financiera Total (ajustada a lea	2,92	2,60	1,90	1,04	0,34
(FCF)flujo de caja libre/ deuda financiera t	18%	9%	87%	64%	190%
Deuda Financiera Total ajust. leas. / Capitalizac	33%	26%	18%	10%	3%
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	18%	23%	26%	31%	36%
Deuda Financiera Total ajust. leas. / Pasivo Tot	55%	47%	38%	25%	10%
Pasivo Total ajustado leasing/Patrimonio Tangi	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 emitirá 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.

Las cifras reales a Dic-08 muestran una menor capacidad de generación de flujo y un flujo de caja negativo tanto por mayores requerimientos operativos como menores niveles de rentabilidad final, y un pago de dividendos mayor al planificado.

▪ **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 may-2009	Activos Pignorados	Activos Libres	Activos Diferidos	Activos Garantía General	Activos Esenciales
Activos Líquidos	757	0	757	0	757	
Cuentas por Cobrar Comerciales	71.738	0	71.738	0	71.738	28.000
Hasta 365 días	31.322	0	31.322	0	31.322	
Más de 365 días	40.416	0	40.416	0	40.416	
Inventarios	11.353	0	11.353	0	11.353	
Otras Clas. Por Cobrar	1.022	0	1.022	0	1.022	
Gastos anticipados	746	0	746	0	746	
Propiedades	7.753	0	7.753	0	7.753	
Inversiones en Otras empresas	109	0	109	0	109	
ACTIVO TOTAL	93.478	0	93.478	0	93.478	28.000
Monto de la Emisión	22.097					

Garantía / Emisión	4,23 veces
Emisión / Activos Esenciales	0,79 veces

A May-09 los activos totales de la empresa suman USD 93.478M. La empresa no tiene activos diferidos ni

activos pignorados. No tienen en circulación en el mercado emisiones anteriores vigentes, solamente la presente emisión de USD 22.097M.

La emisión analizada, representa el 23.6% de los activos susceptibles de constituirse en garantía general, lo que implica una cobertura de 4.23 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.

A May-09 la emisión colocada es USD 17.725M quedan por colocar USD 6.775M, para lo cual se ha solicitado una ampliación del plazo a la Superintendencia de Compañías. A la misma fecha se han cancelado ya dos cupones de capital de la Serie 1, y el total de capital en circulación por tanto es de USD 15.322M.

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						
(Miles de USD)	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Jun-08	Dic-08	May-09
RESULTADOS						
Ventas	59.203	74.902	89.158	50.675	114.068	35.788
% crecimiento	-3.3%	26.5%	19.0%	13.7%	27.9%	-24.7%
MARGEN BRUTO (%)	32%	30%	29%	26%	18%	16%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	7.050	7.860	9.701	7.458	6.322	1.176
MARGEN EBITDA (%)	11.9%	10.5%	10.9%	14.7%	5.5%	3.3%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	7.050	7.860	9.701	7.458	6.322	1.176
MARGEN EBITDAR (%)	11.9%	10.5%	10.9%	14.7%	5.5%	3.3%
Cuota leasing del período	0	0	0	0	0	0
Depreciaciones, Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los estados financieros)	542	1.002	629	200	935	126
EBIT (incluye en gastos administrativos participación empleados)	6.508	6.858	9.072	7.258	5.387	1.050
Gasto Financiero del período	-422	-618	-800	-306	-499	-630
Impuestos a la renta	-1.155	-1.701	-1.785	0	-3.003	0
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing)	3.5%	5.9%	6.5%	3.1%	2.3%	7.4%
UTILIDAD NETA	5.464	4.402	6.955	7.027	7.834	3.401
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	18.1%	12.5%	16.9%	29.2%	17.3%	17.2%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	10.6%	8.0%	11.4%	19.2%	10.2%	9.0%
FLUJO DE CAJA						
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización; Provisiones)	6.006	5.404	7.584	7.227	5.503	3.527
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	-1.818	-7.478	-10.704	-17.150	-6.755	-5.711
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	4.188	-2.074	-3.120	-9.923	-1.252	-2.184
Inversión en Activos Fijos	-313	-547	-257	-381	-1.194	-1.233
Otras Inversiones, Neto	0	1.505	0	0	-36	0
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos no operativos)	3.875	-1.117	-3.377	-10.304	-2.482	-3.417
Variación Neta de Deuda Financiera	-3.344	171	3.350	11.154	4.036	4.950
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	4.375	5.348	4.175	0	0	-644
Pago de Dividendos	-4.504	-4.672	-4.361	0	-2.926	0
Otros Financiamientos, Neto	234	706	-295	-1.782	148	-887
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período	637	437	-509	-932	-1.224	2
Medidas del Flujo de Caja (cash flow measures) ajustadas según FITCH						
EBITDA OPERATIVO	7.050	7.860	9.701	7.458	6.322	1.176
(-) Gasto Financiero del período	-422	-618	-800	-306	-499	-630
(-) Impuesto a la renta del período	-1.155	-1.701	-1.785	0	-3.003	0
(-) Dividendos "preferentes" pagados en el período (ingreso manual diferenciando de total)	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	5.473	5.541	7.116	7.152	2.820	546
(-) Variación Capital de Trabajo	-1.818	-7.478	-10.704	-17.150	-6.755	-5.711
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	3.655	-1.937	-3.588	-9.998	-3.935	-5.165
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	533	563	468	76	6.249	3.021
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	0	0	-300	-40
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-4.504	-4.672	-4.361	0	-2.926	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-313	-547	-257	-381	-1.194	-1.233
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-629	-6.593	-7.738	-10.304	-2.106	-3.417
FFO MARGIN (FFO/ventas)(%)	9.24%	7.40%	7.98%	14.11%	2.47%	1.53%
(-) cuota leasing del período (ingreso manual - incluido en gastos administrativos)	0	0	0	0	0	0
EBITDAR OPERATIVO (EBITDA+ CUOTA LEASING DEL PERÍODO)	7.050	7.860	9.701	7.458	6.322	1.176
BALANCE						
Caja e Inversiones Corrientes	2.051	2.489	1.979	1.047	755	757
Activos Totales	52.880	56.817	65.526	80.540	88.418	93.479
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye leasing)	7.065	5.117	10.586	21.740	9.022	8.331
Pasivo financiero Largo Plazo	3.400	5.520	3.400	3.400	9.000	14.641
Financiamiento Leasing	0	0	0	0	0	0
Obligaciones Financieras Total (ajustada a leasing)	10.465	10.637	13.986	25.140	18.022	22.972
Pasivos con Proveedores	0	0	452	439	16.419	10.363
Otros Pasivos	9.639	8.325	6.465	3.311	7.911	11.320
Pasivos Totales	20.104	18.962	20.903	28.890	42.352	44.655
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	32.777	37.854	44.622	51.650	46.066	48.824
PATRIMONIO TANGIBLE (se puede arreglar la fórmula manualmente)	31.031	37.477	44.190	50.039	45.619	47.461
Activos restados al Patrimonio para generar patrimonio tangible	1.746	377	432	1.611	447	1.363
Capitalización ****	43.242	48.491	58.608	76.790	64.088	71.796
Pasivos contingente	0	0	0	0	0	0
ACTIVO PIGNORADO	0	0	0	0	0	0
Derechos Fiduciarios	0	0	0	0	0	0
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones	52.880	56.817	65.526	80.540	88.418	93.479
Emisión de Obligaciones en Circulación	0	0	0	24.000	24.000	22.097
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x)	0	0	0	3.36	3.68	4.23
Límite Legal para Emitir Obligaciones	42.304	45.454	52.421	64.432	70.734	74.783

(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 Prome

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

TEOJAMA COMERCIAL

(Miles de USD)	dic-05	dic-06	dic-07	dic-08	may-09
INDICADORES FINANCIEROS					
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	16,71	12,72	12,13	12,67	1,87
(EBITDA - Inver.en Activo Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	15,96	11,83	11,80	10,28	-0,09
EBITDAR / cargos fijos (intereses y cuota leasing del período)	16,71	12,72	12,13	12,67	1,87
Deuda Financiera Total / EBITDA o EBITDAR (x) Anual	1,48	1,35	1,44	2,85	8,14
Deuda Financiera Neta / EBITDA o EBITDAR (x) Anual	1,19	1,04	1,24	2,73	7,87
Deuda Financiera Total (ajustada a leasing) / FFO (x)	1,91	1,92	1,97	6,39	17,53
(FCF) Flujo de caja libre/ deuda financiera total (ajustada al leasing)	-6%	-62%	-55%	-12%	-36%
Deuda Financiera Total ajustada leasing / Capitalización (%)	24,2%	21,9%	23,9%	28,1%	32,0%
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	26%	33%	23%	0%	0%
Deuda Financiera Total ajustada leasing / Pasivo Total (%)	52%	56%	67%	43%	51%
Pasivo Total NO ajustada leasing / Patrimonio (x)	0,61	0,50	0,47	0,92	0,91
Pasivo Total NO ajustado leasing / Patrimonio Tangible (x)	0,61	0,50	0,47	0,92	0,91
Pasivo Total ajustado leasing / Patrimonio (x)	0,61	0,50	0,47	0,92	0,91
Pasivo Total ajustado leasing / Patrimonio Tangible	0,65	0,51	0,47	0,93	0,94
Deuda Financiera/Patrimonio Tangible	0,34	0,28	0,32	0,40	0,48
LIQUIDEZ					
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (ajustado a leasing)	67,5%	48,1%	75,7%	50,1%	36,3%
Caja e Inv. Corrientes / Deuda Financiera Corto Plazo (incluyendo cuota)	29,0%	48,6%	18,7%	8,4%	9,1%
FFO / intereses del período (FFO/interest cover)	1397,0%	996,6%	989,5%	665,1%	186,7%
CFO / intereses del período (CFO/interest cover)	966,1%	-213,4%	-348,5%	-688,5%	-720,1%
FFO / cargos fijos (intereses periodo+cuota leasing)	1397,0%	996,6%	989,5%	665,1%	186,7%
CFO / cargos fijos	866,1%	-313,4%	-448,5%	-788,5%	-820,1%
FFO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0,77	1,08	0,67	0,31	0,16
CFO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0,52	-0,38	-0,34	-0,44	-1,49
FFO / Porción Corriente LP (x) Anual				0,94	0,56
CFO / Porción Corriente LP (x) Anual				-1,31	-5,32
EBITDAR / (Deuda Financiera Corto Plazo + Cuota leasing período) (x)	1,00	1,54	0,92	0,70	0,34
EBITDAR / (Deuda Financiera Corto Plazo + Cuota leasing período + Gastos Financ.)	1,06	1,75	0,99	0,74	0,41
EBITDAR / (Porción Corriente Deuda LP + Cuota leasing + Gastos Financ.)	16,71	12,72	12,13	1,81	0,73
Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0,09	-1,29	-0,73	-0,23	-0,98
Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual				-0,70	-3,52
OTROS INDICES					
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	15.759	21.187	43.231	12.346	24.281
Liquidez Acida (x)	1,55	2,24	3,28	0,88	1,62
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales) / Pasivo Corriente	1,49	2,22	3,25	0,87	1,53
Activo corriente / Pasivo Total (x)	1,57	1,77	2,85	1,05	1,01
Patrimonio / Activo Total (x)	0,62	0,67	0,68	0,52	0,52
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	2	2	2	2	1
Días de cuentas por cobrar	222	211	214	210	311
Rotación de inventarios (x)	6	9	11	6	6
Días de inventarios	63	39	34	63	57
Rotación de cuentas por pagar (x)			140	6	4
Días de cuentas por pagar			3	63	92
Rotación Capital de Trabajo	3	2	1	8	3
Días de Capital de Trabajo	140	145	245	48	122
Días de Ciclo de Operación			-0	-162	-154