

°Ecuador
EMISION 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:	USD 12'000.000,00 (Valor Nominal del título USD 50Mii)
	Serie A1
	Serie A3
	USD 12'000.000,00 (Valor Nominal del Título USD 25Mii)
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 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: Enero/ 2010

ESTADOS FINANCIEROS A: Noviembre/30/2009

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACION

Con base en los Estados Financieros directos a Nov-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 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".

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.

Los principales aspectos recogidos en la calificación se resumen a continuación:

- La disminución del número de unidades vendidas trajo consigo una baja de la rentabilidad de la empresa, pero en una magnitud menor a la reducción del número de vehículos vendidos, debido a que una buena parte de los ingresos y de la rentabilidad se sostiene en la generación del negocio de financiamiento de la cartera, que si bien no son ingresos operativos, debido a que no se generan en el negocios principal, sí son recurrentes y constituyen un ingreso que no depende directamente de las ventas del año, sino de los períodos anteriores, ya que el crédito a los clientes tiene un plazo de hasta 36 meses.
- Como es característico en este tipo de negocios cuando las ventas se reducen, en este período la liquidez de Teojama sube ya que las necesidades de financiamiento de capital de trabajo son menores y más bien constituyen un flujo positivo por la recuperación normal de la cartera de créditos con sus respectivos intereses y la disminución de inventarios.

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.



- La recuperación de los intereses ganados por el financiamiento a sus clientes fortalece los ingresos provenientes de la gestión operativa. Además, estos ingresos de intereses sumados al flujo de caja operativo fortalece la posición de liquidez y la capacidad de pago de sus obligaciones financieras de corto plazo, generándose un flujo de caja libre positivo capaz de cubrir totalmente la deuda financiera de corto plazo que constituyen el 49% de la deuda financiera total y el pago de dividendos y anticipos de dividendos.
- Se mantiene la fortaleza patrimonial de la institución el Patrimonio financia el 51% del total de la inversión.
- Por otro lado, la estructura de composición del Patrimonio se fortalece por el incremento el capital pagado, y alcanza una participación del 65% en el patrimonio total.
- Los niveles de endeudamiento son adecuados y le permitirían financiar del incremento de capital de trabajo que requeriría para el crecimiento de las ventas en este año 2010.
- La gestión de su negocio mantiene resultados positivos, con niveles de rentabilidad total atractivos que son generados en la actividad principal del negocio y en el financiamiento de los vehículos que vende.
- A pesar de la disminución de las ventas en este año la empresa mantiene una participación relativamente estable en el mercado de Automotriz y prevé recuperar el crecimiento de las ventas en este año.
- En el año 2009 no alcanzó los ingresos planificados (ventas más ingresos por intereses de cartera), presentando una disminución de 25% respecto al 2008.
- La capacidad de pago de la emisión se mantiene dada la liquidez que alcanza a Nov-09, la rentabilidad final de la gestión de la empresa, la fortaleza patrimonial que mantiene la empresa, a lo que se suma la calidad y liquidez de su principal activo las cuentas por cobrar de sus clientes.
- Sin bien las proyecciones originales no se cumplen a Nov.09, la empresa no ha modificado sus proyecciones presentadas, no obstante estimamos que de cumplirse la proyección planteada su posición financiera y de capacidad de pago se fortalecería, pero estimamos que la capacidad de pago se mantiene dadas las cifras históricas analizadas hasta el momento.
- 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 directos a Nov-09.

La empresa no ha cerrado aún en forma definitiva los estados financieros a dic-09, por lo que no nos ha sido posible aún ver los resultados finales del año, mismos que serán analizados en el próximo seguimiento.

▪ **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

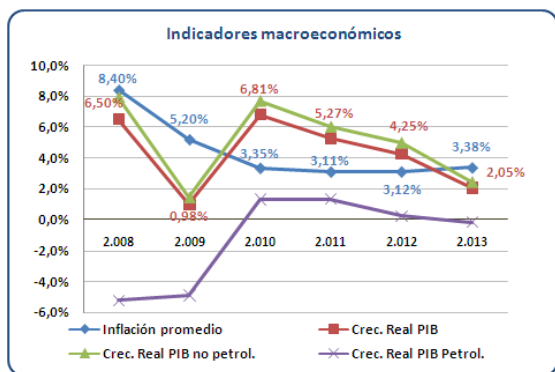
- Competencia en vehículos importados de menores costos.
- Subida de precios internacionales por diferencias cambiarias.
- Bajo nivel de crecimiento económico e incertidumbre en el entorno macroeconómico.

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 6.5%.

Sin embargo, en este año 2009 la crisis internacional afectó 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 19.1% de las exportaciones, y la reducción general de las exportaciones, por lo que las previsiones oficiales el crecimiento del PIB en el año 2009 son de 0.98%.

Las exportaciones se reducen el -30% en el período Enero a Noviembre del 2009 en comparación con igual período del año anterior, debido a la disminución de las exportaciones petroleras (-45.8%), que obedecen principalmente a la reducción del precio del petróleo (-45.75% hasta el III trimestre), y en menor proporción a la reducción del volumen de producción (-6.48%). Las exportaciones no petroleras muestran una disminución de -1.7% debido a que el crecimiento de las exportaciones tradicionales (15%) no logró compensar la reducción de las exportaciones no tradicionales (14%) como la exportación de vehículos y de enlatados de pescado entre otros.



La desaceleración del 2009 se ubica tanto en la inversión, en el consumo de los hogares y en las exportaciones de bienes y servicios.

Por el lado de la reducción de la producción se origina en la actividad petrolera y la reducción de los precios de los precios del petróleo; por lo que la disminución del PIB petrolero es de -4.88% respecto de 2008, que se viene presentando ya en los últimos cinco años. El PIB no petrolero que el año anterior tuvo un crecimiento de 7.9% y en el 2009 creció únicamente en 1.42% que grafica lo ocurrido en casi todos los sectores económicos.

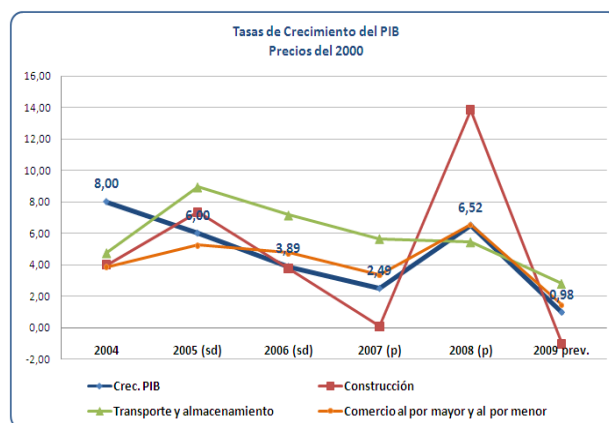
	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Inflación promedio	8,4	5,20%	3,35%	3,11%	3,12%	3,38%
Crec. Real PIB	6,5	0,98%	6,81%	5,27%	4,25%	2,05%
Crec. Real PIB no petrol.	7,9	1,42%	7,67%	6,00%	4,96%	2,42%
Crec. Real PIB Petrol.	-5,2	-4,88%	1,30%	1,31%	0,23%	-0,16%
PIB nominal	54.686	51.386	56.964	62.265	67.490	72.038
PIB ramas petroleras		4.951	7.915	9.297	10.234	9.304
PIB ramas no petroleras		46.435	49.049	52.968	57.256	62.734

Fuente: B Central del Ecuador y MEF

La programación presupuestaria del Gobierno para el período 2010 a 2013 supone un fuerte crecimiento del PIB no petrolero sostenido por la inversión pública y particularmente por la Inversión en el Sector Energético y de infraestructura que generará un incremento de la actividad económica de los sectores relacionados, como el petrolero, el sector eléctrico y se mantendrá la actividad del sector de la construcción de infraestructura vial.

Si bien no existen aún estimaciones oficiales del PIB por sectores económicos, las perspectivas de crecimiento de los principales sectores relacionados con la actividad de la empresa que son Comercio, construcción de infraestructura pública y Transportes tienen perspectivas razonablemente positivas al igual que la tendencia de los últimos años como se observa en el presente gráfico y una reducción en este año.

En los últimos años, la economía ecuatoriana 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%, pero en el 2008 se habría alcanzado un crecimiento de 6.52%, impulsado tanto por el crecimiento de la inversión pública en infraestructura, especialmente en construcción de carreteras y en el sector de la vivienda.

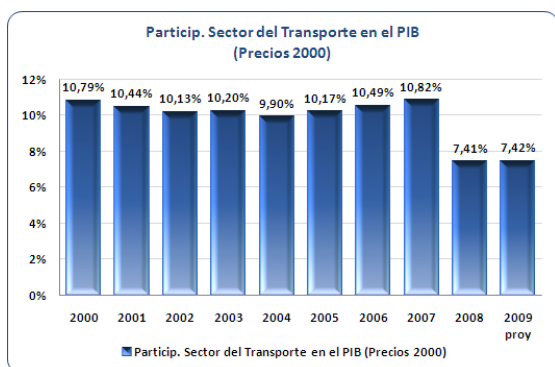


La actividad económica de los sectores ligados a la operación de la empresa, tanto transportes como construcción y comercio, en los últimos años se han visto totalmente influenciadas por el incremento de la inversión pública en la construcción de infraestructura vía, construcción de vivienda.



En el año 2009, la reducción de la disponibilidad de recursos fiscales para inversión, causada por la disminución de los precios por la crisis internacional, y los efectos negativos sobre las exportaciones han frenado el crecimiento de la economía en general y la del sector de transporte, las tasas de crecimiento del año 2009 son mucho menores que las del año 2008. Como se observa en el gráfico anterior.

El sector del Transporte aporta 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.

En el año 2009 a pesar de la crisis y la reducción del crecimiento del PIB el sector transporte y almacenamiento crece en 2.8% superior al crecimiento del PIB (-0.98%).

Es decir dado el crecimiento de la inversión pública que se espera especialmente en los tres años siguientes es de esperar que al menos se mantenga el crecimiento de los sectores a los que la Empresa provee.

▪ DESCRIPCIÓN 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.

Durante el año 2009 se aplicó la metodología de Toyota para realizar el inventario de repuestos, actividad que estaba prevista por la empresa y por la sugerencia de la empresa auditora Deloitte and Touche que trabajan con la empresa desde el año 2008.

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 entre 24 y hasta 36 meses. La administración reporta que en este año a pesar de la disminución de las ventas se mantuvieron las políticas de crédito y el 50% de las ventas aproximadamente se realizaron a 24 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

En este año la empresa amplió su nómina de empleados tanto en el área de administración y gerencia como en el área de ventas. A Nov-09 cuenta con 101 personas, distribuidas entre:

• Directores	5
• Vicepresidentes	2
• Gerentes	9
• Administración	65
• Ventas	20
Total	101

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
PRESIDENTE EJECUT.	Manuel Malo Monsalve
DIRECTOR GENERAL	Manuel A, Malo Vidal

DIRECTOR	Sebastian Malo Vidal
DIRECTOR	Andrés Malo B.
SECRETARIO	Carlos Donoso Echanique

Los miembros del Directorio, pertenecen a la Familia Malo que es 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
Apoderado General:	Carlos Donoso E
Vicepresidente Administr.	Pedro Burneo Burneo
Vicepresidente	Sebastián Merino R.
Gerente Suc. Guayaquil	Jaime Rodriguez Velasco
Gerente Suc. Cuenca	Julio Loja Izquierdo
Gerente Suc. Manta	Vicente Mendoza Macías
Gerente Suc. Ambato	Luis Suárez

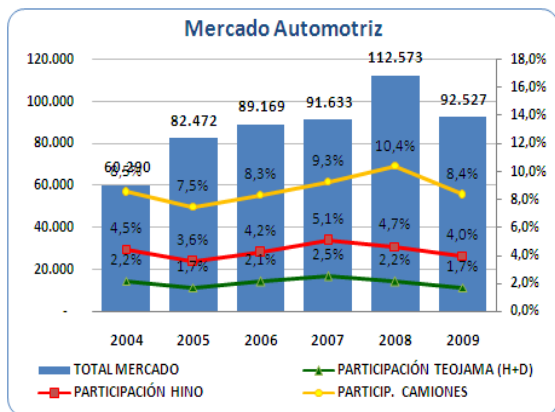
El presidente Ejecutivo y el Presidente del Directorio son los cofundadores de la Compañía y han estado al mando de la empresa desde sus inicios, reflejando conocimiento y experiencia en el negocio. Adicionalmente han participado como directivos de gremios como la Cámara de Comercio y Directorios de 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 2009 se vendieron 92.527 (112.684 en el 2008) unidades, que muestra una disminución de -17.8% respecto del 2008.



La participación de las ventas de vehículos comerciales creció en los últimos tres años, el incremento obedeció a la inversión pública dirigida a la reconstrucción de carreteras y obras de infraestructura. Sin embargo, en este año se afectan las ventas como resultado del menor monto de inversiones por la menor liquidez fiscal, y la restricción a las importaciones adoptada como medida frente a la crisis económica nacional e internacional.

Las ventas de camiones, representa el 8,36% del total del mercado, y el de buses representa el 1,09%.

El nicho principal de negocios de Teojama, las ventas de camiones presenta una disminución de 33,8%, igual situación se presenta Teojama que registró una disminución de 35,4% de las ventas de camiones.

La perspectiva para el 2010 es recuperar el nivel de ventas y llegar alrededor de las 2000 unidades vendidas.

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, del financiamiento interno y externo que pueda alcanzar el gobierno, dada su capacidad de endeudamiento actual, y de la disponibilidad de crédito del sector financiero para el financiamiento de vehículos.

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. 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 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.

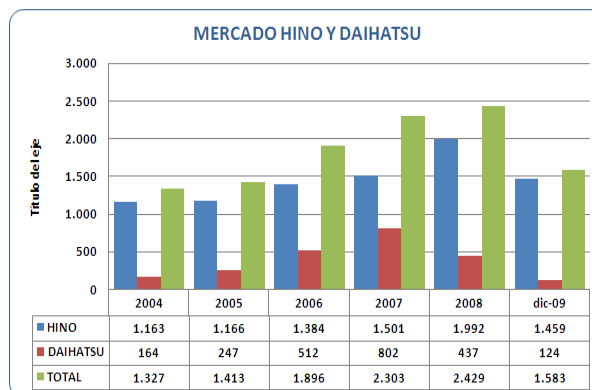
Alrededor del 65% de las ventas del sector automotor se realizan a crédito, de manera que las facilidades y condiciones de dichos préstamos determinan en gran medida la evolución de esta actividad.

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 años.



Fuente: Anuario 2008. AEADE. y Cifras provisionales 2009. Elaboración: BWR

De acuerdo a la información de AEADE, la ventas totales de vehículos para el 2009 fueron de 92.527 (112.684 en el 2008), de los cuales el segmento de camiones y buses representa el 9,45%. Las ventas de

¹ <http://www.aeade.net/cifras.htm>



Teojama en el año 2009 son 1.583 vehículos que representan el 1.71% del mercado total.

La principal línea de la empresa es HINO que tuvo una participación del 3.54% (4.16% a Dic-08%) del mercado, de las cuales la empresa tuvo el 44.5% (42.45% a Dic-08) a Dic-09. En la línea de camiones Hino se observa un crecimiento continuo del número de unidades vendidas hasta dic-08, pero en este año se observa una disminución de 26.8%.

La marca Daihatsu representa el 0.35% del mercado total, de los cuales Teojama vendió el 37.9%.

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	2009	% Crec.
TOTAL MERCADO	89.189	91.833	112.573	92.527	-17,81%
MERC. CAMION Y BUSES	5.910	10.867	12.958	8.745	-32,51%
CAMION Y BUS VENDIDOS TEOJAMA	1.525	1.856	2.243	1.457	-35,04%
Particip. Merc. Camiones y Buses TEOJAMA	25,8%	17,1%	17,3%	16,7%	

Luego de un crecimiento constante de las unidades vendidas en los últimos años, en el 2009 se observa una disminución tanto en el mercado total, como en el mercado de vehículos de trabajo como consecuencia de la contracción de la actividad económica, lo que implicó también una reducción de las unidades vendidas por Teojama

Las ventas del año 2009 (1.457 unidades) se reducen en 35% respecto de las realizadas en el 2008.

Para el año 2009 se proyectó vender 2.503 vehículos por lo que las ventas reales fueron únicamente el 58.2% de las proyectadas.

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, Sucursal Ambato estas son 100% propiedad de la empresa, y en Portoviejo que es una concesionaria.

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 aproximadamente el 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.

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 a pesar de la disminución de las ventas se mantuvieron las principales políticas de ventas, es decir 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.

Estas políticas le han permitido mantener una alta calidad de la cartera, y al mismo tiempo no sacrificar su posición de mercado, que en este año se redujo ligeramente en su segmento objetivo, los camiones y buses.

Para el año 2010 la empresa espera mantener sus políticas de crédito y el seguimiento cercano de los clientes para proteger la calidad de la cartera.

La administración ha concretado acuerdos con los organismos públicos pertinentes para participar en el programa de chatarrización de buses, por lo que espera incrementar las ventas de esos vehículos en este año.

Además, la liquidez y calidad de su cartera le permiten mantener el capital requerido para financiar parte de las ventas a sus clientes.

▪ GESTION OPERATIVA

Luego de varios años de crecimiento sostenido de las unidades vendidas, con tasas de crecimiento que están alrededor del 24% promedio, tendencia similar a la que se observó también en el resto del sector automotriz, la gestión de la empresa muestra una disminución drástica de las ventas en el 2009.

Quito, ECUADOR	dic-05	dic-06	dic-07	dic-08	nov-09
Volumen de Ventas (Unidades) AUTOS	1.413	1.896	2.303	2.429	1.410
HINO	1.166	1.384	1.501	1.992	1.167
DAIHATSU	247	512	802	437	243
Distrib. de Ventas en USD	49.270	64.884	76.996	106.177	67.794
HINO	44.707	56.755	62.042	97.045	62.351
DAIHATSU	4.563	9.130	14.955	9.132	5.443
% USD	100%	100%	100%	100%	100.0%
HINO	90.7%	85.9%	80.6%	91.4%	92.0%
DAIHATSU	9.3%	14.1%	19.4%	8.6%	8.0%

A Nov-09 el 92.1% de los ingresos por ventas de la empresa se generan por la venta de Vehículos Hino y el 8% por vehículos de la marca Daihatsu, el 11.8% 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	nov-09
Ventas	59.203	74.902	89.158	114.068	75.180
% crecimiento	-3.3%	26.5%	19.0%	27.9%	-28.1%
MARGEN BRUTO (%)	32%	30%	29%	18%	15%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos par	7.050	7.860	9.701	6.322	2.088
MARGEN EBITDA (%)	11.91%	10.49%	10.88%	5.54%	2.78%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos par	7.050	7.860	9.701	6.322	2.088
MARGEN EBITDAR (%)	11.91%	10.49%	10.88%	5.54%	2.78%
Depreciaciones, Amortizaciones, Provisiones (solamente las qu	542	1.002	629	935	287
EBIT (incluye en gastos administrativos participación empl	6.508	6.858	9.072	5.387	1.801
Gasto Financiero del período	-422	-618	-900	-499	-1.468
Impuestos a la renta	-1.155	-1.701	-1.785	-3.003	0
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pas	3.5%	5.9%	6.5%	2.3%	8.4%
UTILIDAD NETA	5.464	4.402	6.955	7.834	7.509
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	18.1%	12.5%	16.9%	17.3%	16.5%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	10.6%	8.0%	11.4%	10.2%	8.5%

Si bien las unidades vendidas se reducen en el 36.7% (tasa anualizada), los ingresos por ventas se reducen en menor proporción -28%, el margen bruto disminuye a pesar de que se subieron los precios de ciertos vehículos especialmente de los japoneses, para compensar la devaluación del Yen.

Como se analizó en el seguimiento anterior, 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.

Los ingresos de la empresa tienen dos fuentes de negocios la comercial y la segunda fuente que proviene del financiamiento a sus clientes que representa el 8.96% de los ingresos, y el 98% de la utilidad. Si bien son ingresos que son considerados como no operativos ya que el objetivo central del negocio es el comercial, sin embargo son ingresos recurrentes que fortalecen significativamente la rentabilidad final de la empresa.

Anualizando la utilidad de Nov-09 antes de impuestos, presenta una disminución de 24% en relación con lo alcanzado en Dic-08. Si bien a la fecha no se tienen estados financieros definitivos de final de año 2009, la administración informa que la utilidad final que se alcanzará es cercana a la del año 2008, ya que en el último mes se realizaron una mayor cantidad de ventas que los meses anteriores.

La rentabilidad final de la empresa disminuye debido a la menor generación de ingresos producidos en el negocio principal de la empresa, que se refleja en el margen bruto, y en el margen operativo EBITDA, pero se debe indicar que desde el año anterior crece también el aporte del negocio de financiamiento de los vehículos a sus clientes, 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 Nov-09 se elevó a 15%. 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. Sin embargo, en las cifras a Nov-09 se observa nuevamente una disminución de la rentabilidad bruta, debido al incremento de costos provocados por las salvaguardias establecidas para las importaciones que no fueron totalmente trasladadas a los precios finales. Sin embargo, en los estados financieros de fin de año se reconocerán ajustes por beneficios provenientes al diferencial cambiario positivo respecto del Yen que en las cifras a Nov-09 aún no se han realizado.

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 Nov-09 la empresa mantiene un nivel de gastos operacionales que absorbe alrededor del 83.8% del margen bruto, por lo que el margen EBITDA se reduce a niveles cercanos al 2.78%.

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. Además a Nov-09 no se ha realizado aún el gasto de provisiones final que se efectuará en los estados financieros de Dic-09

El gasto financiero absorbe el 1.95% (Nov-09) de los ingresos de las ventas, y el 70.3%.

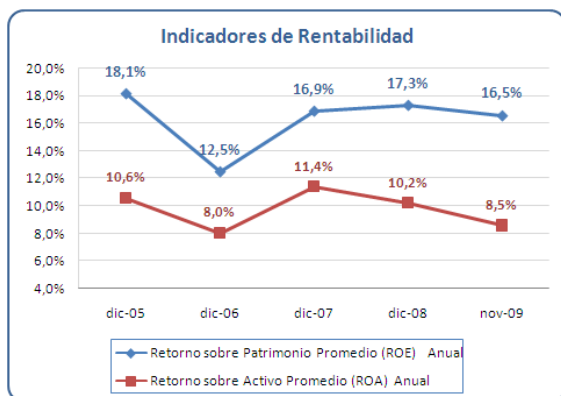
Sin embargo, como se indicó anteriormente una segunda fuente de ingresos de la empresa son los intereses cobrados y provienen del rendimiento por la financiación de una parte de las ventas de vehículos. La cartera de

clientes es su principal activo (67.7%), 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 Nov-09 los ingresos por intereses ganados representaron el 9.81% (5.5% a Dic-08) de los ingresos por ventas, y 98% de la utilidad antes de impuestos y participaciones (50% a Dic-08).

La rentabilidad sobre activos de reduce de 10.2% en Dic-08 a 8.5% en Nov-09, debido a la menor generación de ingresos pero también al incremento de la liquidez de la empresa (que representa el 8.5% de los activos a Nov-09) que tiene una baja rentabilidad por ser depósitos en Bancos. A pesar de ello se mantiene en niveles atractivos dentro del sector.

Finalmente se debe anotar que a Nov-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 10.2%, 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 estable en los últimos años. Se debe anotar que a Nov-09 la utilidad es aún antes de impuestos y participaciones.

■ ESTRUCTURA DEL BALANCE

	CRAI	CRAI	CRAI	DELOITTE	Directo	%
(\$ MILES)	dic-05	dic-06	dic-07	dic-08	nov-09	nov-09
BALANCE GENERAL						
Total Activo Corriente	31.550	33.593	59.614	44.578	36.045	35%
Fondos Disponibles	2.051	2.489	1.979	755	8.754	8,47%
Inversiones temporales	0	0	0	0	0	0,00%
Cuentas por Cobrar Comerciales n	21.520	25.011	51.198	27.130	11.418	11,05%
Inventarios Neto	7.024	5.747	5.943	16.355	10.043	9,72%
Otras cuentas por cobrar (afecta a	758	52	347	0	4.400	4,26%
Gastos pagados por anticipado	197	294	147	338	1.430	1,38%
Total Activo No Corriente	21.330	23.224	5.912	43.840	67.299	65%
Propiedades	6.008	5.855	5.839	6.645	8.671,60	8,39%
Inversiones	1.578	73	73	109	121	0,12%
Cuentas por Cobrar LP Comercial	13.744	17.296	0	37.086	58.507	56,61%
ACTIVOS TOTALES	52.880	56.817	65.526	88.418	103.344	100%

El principal activo de la empresa son las cuentas por cobrar a sus clientes, que representa el 67.66% de los activos. A Nov-09 el total de la cartera es de USD 69.9MM de los cuales el 16.3% (USD 11.418M) son de

corto plazo, y el resto de la cartera 83.7% 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 Nov-09 la cartera vencida es de 3.2% (7.78% a Dic-08) que tiene una cobertura de 106% con provisión. Sin embargo se debe mencionar que la empresa realizó un mayor gasto de provisiones en el balance de cierre del año, para mejorar la cobertura de la cartera. Además, el 74% de la carera vencida es menor a 60 días y obedecen a casos puntuales que se corrigen en el corto plazo. Es importante anotar que estos indicadores no corresponden a la morosidad total sino únicamente a la cartera vencida.

Los Inventarios representan el 11.05% de los activos (USD 11.42MM), en su mayor parte son vehículos e importaciones en tránsito.

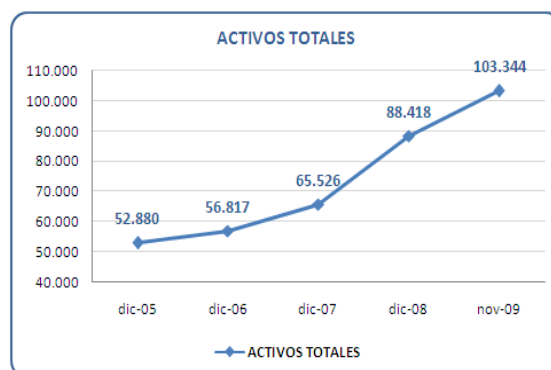
El inventario de repuestos es de buena calidad y está controlado técnicamente de acuerdo con las políticas de Toyota Japón, mantienen un stock estratégico de repuestos para garantizar el servicio a los clientes con los repuestos de mayor demanda.

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 de acuerdo con la sugerencia de auditoría externa, durante el año 2009 se procedió a realizar el inventario físico de repuestos y una reingeniería en el manejo de inventarios de acuerdo con las normas internacionales de Toyota Internacional.

El tercer activo más importante a Nov-09 es Depósitos en Bancos y Caja. Se observa un crecimiento drástico de la liquidez de la empresa, el saldo a Nov-09 constituye 10,6 veces el saldo de Dic-08. Por lo que representa el 8.47% del activo total. Son depósitos en lí's de bajo riesgo en el país.

Además está el activo fijo que representa el 8.39% y 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.

Los activos totales de la empresa, en los últimos 6 años analizados la compañía ha mostrado un crecimiento sostenido como se puede ver en el siguiente gráfico.



A Nov-09 muestra un crecimiento de 16.9% localizado principalmente en Depósitos en Bancos, este incremento es el 53.6% del crecimiento de los activos en términos absolutos.

En segundo lugar está en crecimiento de la cartera de crédito de largo plazo, que se explica por el financiamiento de los vehículos vendidos hasta con 36 meses de plazo. En tanto que se advierte la disminución de la cartera de corto plazo que se explica por la recuperación de los créditos y la liquidez de la misma, ya que esta parte de los créditos tienen un plazo de hasta 12 meses.

Además, a Nov-09 existe una cuenta por cobrar a accionistas en razón de Dividendos anticipados, esta cuenta representa el 4.26% de los activos.

Este crecimiento por tanto se financia con la recuperación de cartera de corto plazo y de Inventarios, y el incremento de algunos pasivos sin costo y la utilidad del período.

El crecimiento de los activos históricamente ha sido acompañado con el incremento de Patrimonio, por lo que mantiene una fuerte posición patrimonial. A Nov-09 el patrimonio representa el 51.2% de los activos (52% a Dic-08).

ENDEUDAMIENTO

(\$ MILES)	dic-05	dic-06	dic-07	dic-08	nov-09	% Nov-09
Total Pasivo Corriente	15,791	12,406	16,303	32,232	31,887	30.9%
Obligaciones Financieras corto plazo (A+B)	7,065	5,117	10,586	9,022	9,980	9.66%
Total porción corriente de deuda financiera	0	0	0	3,000	3,980	3.85%
Total deuda financiera de corto plazo (menos Proveedores (no generan gasto financiero))	7,065	5,117	10,586	6,022	6,000	5.81%
Proveedores (no generan gasto financiero)	0	0	452	16,419	19,602	18.97%
Anticipos de Clientes	0	0	0	0	1,479	1.43%
Ingresos percibidos por adelantado	6,532	4,947	1,932	0	0	0.00%
Gastos acumulados por Pagar	1,177	1,211	2,149	4,961	522	0.50%
Impuestos y Retenciones por Pagar	983	1,094	1,223	253	304	0.29%
Participación empleados por Pagar	34	37	41	1,577	0	0.00%
Pasivo de Largo Plazo	4,313	6,556	4,520	10,120	18,525	17.9%
Provisión para jubilación						
Deuda financiera de largo plazo	3,400	5,520	3,400	9,000	10,258	9.93%
Otros pasivos de largo plazo que afectan al flujo operativo					7,158	6.93%
PASIVOS TOTALES	20,104	18,962	20,903	42,352	50,412	48.8%

A Nov-09 el pasivo financia el 48.8% de los activos (48% a Dic-08 y 32% a Dic-07) y el Patrimonio financia el 52.2%.

Desde el año anterior 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. A Nov-09 la porción corriente de la deuda con el mercado de valores es el 3.85% y la de largo plazo es el 9.93% del pasivo y patrimonio.

En este año la composición del pasivo varía debido a la transferencia de los intereses no devengados de la cartera de clientes a Pasivos de largo plazo. Estos pasivos se reducen de acuerdo con el devengamiento de los intereses. Anteriormente estos intereses estaban contabilizados en cuentas por cobrar de clientes, ahora los intereses totales se facturan el momento de la compra

pero los no devengados se contabilizan como utilidades diferidas, en los pasivos.

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. En este año se amplió el plazo del pago a 60 días desde el conocimiento de embarque, lo que permitió un crecimiento de este pasivo.

A nov-09 la deuda financiera bancaria de corto plazo constituye el 5.81% del pasivo y patrimonio, y a Dic-09 esta deuda fue cancelada totalmente, quedando únicamente la deuda con el mercado de valores como deuda financiera de corto plazo.

La deuda con proveedores constituye el 19% del pasivo y patrimonio. 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 measures)	dic-05	dic-06	dic-07	dic-08	nov-09
EBITDA OPERATIVO	7,050	7,860	9,701	6,322	2,088
(-) Gasto Financiero del período	-422	-618	-800	-499	-1,468
(-) Impuesto a la renta del período	-1,155	-1,701	-1,785	-3,003	0
FFO (Flujo de fondos operativo - funds flow from operat)	5,473	5,541	7,116	2,820	619
(-) Variación Capital de Trabajo	-1,818	-7,478	-10,704	-6,755	5,356
CFO (Flujo de caja operativo - cash flow from operatio)	3,655	-1,937	-3,588	-3,935	5,975
(+) Ingresos no operativos que impliquen flujo	533	563	468	6,249	7,176
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el perío	-4,504	-4,672	-4,361	-2,926	-643
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-313	-547	-257	-1,194	-2,313
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-629	-6,593	-7,738	-2,106	10,195
FFO MARGIN (FFO/ventas)(%)	9.24%	7.40%	7.98%	2.47%	0.82%
EBITDA OPERATIVO (EBITDA+ CUOTA LEASING DEL P	7,050	7,860	9,701	6,322	2,088

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 Nov-09 la operación de la empresa generó una variación positiva de capital de trabajo, debido a la recuperación de cartera y la disminución de inventarios del período, explicados por la baja en las ventas. Este flujo de caja positivo compensó totalmente la baja en la generación operativa de fondos proveniente de la gestión operativa de la empresa y le permite alcanzar un Flujo de caja operativo (CFO) positivo que financia con amplitud los requerimientos de flujo de inversión y al mismo tiempo obtener un flujo de caja libre substancialmente mayor que sus niveles históricos.

Como ya se ha analizado anteriormente las fluctuaciones del flujo operativo dependen totalmente de la estrategia de crecimiento del negocio, mismo que en este año se redujo por las condiciones económicas del país. Dadas las condiciones de buena calidad de la cartera su recuperación fue normal y se elevó la liquidez, a lo que se suma la fortaleza patrimonial de la empresa que le permite mantener un nivel adecuado de endeudamiento.

Históricamente, el crecimiento se ha sustentado de manera fuerte con patrimonio y en este año no es la excepción pero se ha utilizado también otras fuentes como las del mercado de valores con la emisión de obligaciones.

A Nov-09 se observa la capitalización de partes de las utilidades del año 2008 y utilidades no distribuidas, el capital pagado de la empresa se incrementa en USD 10MM que es el 41.14% de presentado a Dic-08.

El reparto de dividendos de este año junto con el anticipo ya pagado representa el 64.3% de las utilidades antes de impuestos a Nov-09.

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 periodo	-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) An	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

Las ventas proyectadas para el 2009 contienen también los ingresos por intereses de la cartera, por lo que para hacer posible la comparación en los datos a Nov-09 se suma los ingresos financieros a la facturación de vehículos. De esta forma los ingresos totales, comerciales y financieros, a Nov-09 representan el 74% de lo planificado, pero paralelamente los gastos planificados son el 67% de lo planificado por lo que la utilidad antes de impuestos es el 65% de lo planificado.

S bien 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.

Por lo que se estima las metas planteadas para fin de año no se cumplirían, a pesar de las metas de crecimiento conservadoras que se proyectaron, ya que la reducción experimentada en este año no estuvo prevista y obedeció a condiciones económicas nacionales e internacionales externas a la empresa. Si bien se tiene una baja en los ingresos la capacidad de pago y liquidez de empresa se fortalecieron por la posición conservadora de la administración y buena calidad de la cartera.

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 periodo (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%	95%	87%	64%	190%
Deuda Financiera Total ajust.leas. / Capitalizad	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 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.

Las cifras reales a Nov-09 muestran una menor capacidad de generación de flujo de la gestión operativa pero el menor requerimiento de inventarios y de cartera le permitió más bien un aporte positivo de flujo de caja de la variación de capital de trabajo, que le permitió financiar sus inversiones en activos fijos y al mismo tiempo alcanzar un flujo de caja libre positivo 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 Nov-09	Activos Pignorados	Activos Libres	Activos Diferidos	Activos Garantía General	Activos Esenciales
Activos Líquidos	8.754	0	8.754	0	8.754	
Cuentas por Cobrar Comerciales	69.925	0	69.925	0	69.925	28.000
Hasta 365 días	11.418	0	11.418	0	11.418	
Más de 365 días	58.507	0	58.507	0	58.507	
Inventarios	10.043	0	10.043	0	10.043	
Otras Ctas. Por Cobrar	4.400	0	4.400	0	4.400	
Gastos anticipados	1.430	0	1.430	0	1.430	
Propiedades	8.672	0	8.672	0	8.672	
Inversiones en Otras empresas	121	0	121	0	121	
ACTIVO TOTAL	103.345	0	103.345	0	103.345	28.000
Monto de la Emisión	13.572					

Garantía / Emisión	7,61 veces
Emisión / Activos Esenciales	0,48 veces

A Nov-09 los activos totales de la empresa suman USD 103.345M. La empresa no tiene activos diferidos ni activos pignorados. No tienen en circulación en el mercado emisiones anteriores vigentes, de la presente emisión está en circulación USD 3.572M y ya no podrá colocar el remanente ya que la Superintendencia de Compañías ya no le autorizó la ampliación del plazo inicial, pero adicionalmente la empresa había decidido no colocar el saldo aún no colocado ya que no necesita un mayor endeudamiento en el corto plazo.

La emisión analizada, representa el 13.1% de los activos susceptibles de constituirse en garantía general, lo que implica una cobertura de 7.61 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 la fecha se han cancelado ya cuatro y dos cupones de capital de la Serie 1 y de la Serie 2 respectivamente, y el total de capital en circulación por tanto es de USD 13.572M.

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 BURSATIL, 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-05	dic-06	dic-07	dic-08	nov-09	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12
RESULTADOS											
Ventas	59.203	74.902	89.158	114.068	75.180	104.850	111.769	115.739	118.006	120.737	
% crecimiento	-3,3%	26,5%	19,0%	27,9%	-28,1%	17,6%	6,6%	3,6%	2,0%	2,3%	
MARGEN BRUTO (%)	32%	30%	29%	18%	15%	25%	24%	23%	22%	22%	
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación emplead	7.050	7.860	9.701	6.322	2.088	11.770	11.626	10.857	10.623	10.666	
MARGEN EBITDA (%)	11,9%	10,5%	10,9%	5,5%	2,8%	11,2%	10,4%	9,4%	9,0%	8,8%	
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación emplead	7.050	7.860	9.701	6.322	2.088	11.770	11.626	10.857	10.623	10.666	
MARGEN EBITDAR (%)	11,9%	10,5%	10,9%	5,5%	2,8%	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 lo	542	1.002	629	935	287	512	511	511	511	511	
EBIT (incluye en gastos administrativos participación empleados)	6.508	6.858	9.072	5.387	1.801	11.258	11.115	10.346	10.111	10.155	
Gasto Financiero del período	-422	-618	-800	-499	-1.468	-1.059	-1.657	-1.211	-933	-205	
Impuestos a la renta	-1.155	-1.701	-1.785	-3.003	0	-2.143	-2.364	-2.284	-2.295	-2.487	
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no lease	3,5%	5,9%	6,5%	2,3%	8,4%	4,2%	7,4%	7,2%	8,6%	3,9%	
UTILIDAD NETA	5.464	4.402	6.955	7.834	7.509	8.536	7.573	7.331	7.364	7.942	
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	18,1%	12,5%	16,9%	17,3%	16,5%	17,8%	14,0%	12,2%	11,3%	11,1%	
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	10,6%	8,0%	11,4%	10,2%	8,5%	10,5%	7,7%	7,4%	7,4%	8,0%	
FLUJO DE CAJA											
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización; Provisione	6.006	5.404	7.584	5.503	7.796	9.048	8.085	7.843	7.875	8.453	
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	-1.818	-7.478	-10.704	-6.755	5.356	-2.446	12.768	6.507	-859	-1.258	
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	4.188	-2.074	-3.120	-1.252	13.151	6.603	20.853	14.349	7.015	7.195	
Inversión en Activos Fijos	-313	-547	-257	-1.194	-2.313	-300	-300	-300	-300	-300	
Otras Inversiones, Neto	0	1.505	0	-36	-12	0	0	0	0	0	
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos	3.875	-1.117	-3.377	-2.482	10.826	6.303	20.553	14.049	6.715	6.895	
Variación Neta de Deuda Financiera	-3.344	171	3.350	4.036	2.216	11.056	-5.259	-5.771	-6.293	-5.036	
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	4.375	5.348	4.175	0	0	0	0	0	0	0	
Pago de Dividendos	-4.504	-4.672	-4.361	-2.926	-643	-1.800	-1.800	-1.800	-1.800	-1.800	
Otros Financiamientos, Neto	234	706	-295	148	-4.400	-1.125	-16.231	-13.494	-6.478	1.377	
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período	637	437	-509	-1.224	7.999	14.434	-2.738	-7.015	-7.856	1.436	
Medidas del Flujo de Caja (cash flow measures) ajustadas según FITCH											
EBITDA OPERATIVO	7.050	7.860	9.701	6.322	2.088	11.770	11.626	10.857	10.623	10.666	
(-) Gasto Financiero del período	-422	-618	-800	-499	-1.468	-1.059	-1.657	-1.211	-933	-205	
(-) Impuesto a la renta del período	-1.155	-1.701	-1.785	-3.003	0	-2.143	-2.364	-2.284	-2.295	-2.487	
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período (ingreso manual diferenciando de tot:	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	5.473	5.541	7.116	2.820	619	8.568	7.605	7.363	7.395	7.973	
(-) Variación Capital de Trabajo	-1.818	-7.478	-10.704	-6.755	5.356	-2.446	12.768	6.507	-859	-1.258	
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	3.655	-1.937	-3.588	-3.935	5.975	6.123	20.373	13.869	6.535	6.715	
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	533	563	468	6.249	7.176	480	480	480	480	480	
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	0	-300	0	0	0	0	0	0	
(-) dividendos: totales pagados a los accionistas en el período	-4.504	-4.672	-4.361	-2.926	-643	-1.800	-1.800	-1.800	-1.800	-1.800	
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-313	-547	-257	-1.194	-2.313	-300	-300	-300	-300	-300	
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-629	-6.593	-7.738	-2.106	10.195	4.503	18.753	12.249	4.915	5.095	
FFO MARGIN (FFO/ventas)(%)	9,24%	7,40%	7,98%	2,47%	0,82%	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)	7.050	7.860	9.701	6.322	2.088	11.770	11.626	10.857	10.623	10.666	
BALANCE											
Caja e Inversiones Corrientes	2.051	2.489	1.979	755	8.754	16.231	29.725	36.203	34.827	34.885	
Activos Totales	52.880	56.817	65.526	88.418	103.344	96.768	99.535	99.319	99.043	100.716	
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye leasing)	7.065	5.117	10.586	9.022	9.980	7.743	8.343	8.914	7.719	2.683	
Pasivo financiero Largo Plazo	3.400	5.520	3.400	9.000	10.258	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)	10.465	10.637	13.986	18.022	20.238	25.042	19.783	14.012	7.719	2.683	
Pasivos con Proveedores	0	0	452	16.419	19.602	0	0	0	0	0	
Otros Pasivos	9.639	8.325	6.465	7.911	10.572	0	0	0	0	0	
Pasivos Totales	20.104	18.962	20.903	42.352	50.412	0	0	0	0	0	
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	32.777	37.854	44.622	46.066	52.932	51.359	57.132	62.664	68.227	74.369	
PATRIMONIO TANGIBLE (se puede arreglar la fórmula manualm	31.031	37.477	44.190	45.619	48.055	76.401	76.915	76.675	75.946	77.052	
Activos restados al Patrimonio para generar patrimonio tangible	1.746	377	432	447	4.877	0	0	0	0	0	
Capitalización****	43.242	48.491	58.608	64.088	73.170	0	0	0	0	0	
Pasivos contingente	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
ACTIVO PIGNORADO	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Derechos Fiduciarios	0	0	0	0	0	96.768	99.535	99.319	99.043	100.716	
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones	52.880	56.817	65.526	88.418	103.344	24.000	24.000	24.000	24.000	24.000	
Emisión de Obligaciones en Circulación	0	0	0	12.000	13.572	4	4	4	4	4	
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x)	0	0	0	7,37	7,61	77,414	79,628	79,455	79,234	80,573	
Límite Legal para Emitir Obligaciones	42.304	45.454	52.421	70.734	82.676						

(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-05	dic-06	dic-07	dic-08	nov-09	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12
INDICADORES FINANCIEROS											
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	16,71	12,72	12,13	12,67	1,42	11,12	7,02	8,97	11,38	51,96	
(EBITDA - Inver.en Activo Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	15,96	11,83	11,80	10,28	-0,15	10,83	6,83	8,72	11,06	50,50	
EBITDAR / cargos fijos (intereses y cuota leasing del período)	16,71	12,72	12,13	12,67	1,42	11,12	7,02	8,97	11,38	51,96	
Deuda Financiera Total / EBITDA o EBITDAR (x) Anual	1,48	1,35	1,44	2,85	8,89	2,13	1,70	1,29	0,73	0,25	
Deuda Financiera Neta / EBITDA o EBITDAR (x) Anual	1,19	1,04	1,24	2,73	5,04	0,75	-0,86	-2,04	-2,55	-3,02	
Deuda Financiera Total (ajustada a leasing) / FFO (x)	1,91	1,92	1,97	6,39	29,95	2,92	2,60	1,90	1,04	0,34	
(FCF) Flujo de caja libre/ deuda financiera total (ajustada al leasing)	-6%	-62%	-55%	-12%	55%	18%	95%	87%	64%	190%	
Deuda Financiera Total ajustada leasing / Capitalización (%)	24,2%	21,9%	23,9%	28,1%	27,7%	32,8%	25,7%	18,3%	10,2%	3,5%	
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	26%	33%	23%	0%	0%	18%	23%	26%	31%	36%	
Deuda Financiera Total ajustada leasing / Pasivo Total (%)	52%	56%	67%	43%	40%	55%	47%	38%	25%	10%	
Pasivo Total NO ajustada leasing / Patrimonio (x)	0,61	0,50	0,47	0,92	0,95	0,88	0,74	0,58	0,45	0,35	
Pasivo Total NO ajustado leasing / Patrimonio Tangible (x)	0,61	0,50	0,47	0,92	0,95	0,88	0,74	0,58	0,45	0,35	
Pasivo Total ajustado leasing / Patrimonio (x)	0,61	0,50	0,47	0,92	0,95	0,88	0,74	0,58	0,45	0,35	
Pasivo Total ajustado leasing / Patrimonio Tangible	0,65	0,51	0,47	0,93	0,95	0,88	0,74	0,58	0,45	0,35	
Deuda Financiera/Patrimonio Tangible	0,34	0,28	0,32	0,40	0,42						
LIQUIDEZ											
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (ajustado a leasing)	67,5%	48,1%	75,7%	50,1%	49,3%	30,9%	42,2%	63,6%	100,0%	100,0%	
Caja e Inv. Corrientes / Deuda Financiera Corto Plazo (incluyendo cuota)	29,0%	48,6%	18,7%	8,4%	87,7%	209,6%	356,3%	406,1%	451,2%	1300,2%	
FFO / intereses del período (FFO/interest cover)	1397,0%	996,6%	989,5%	665,1%	142,2%	909,3%	558,9%	707,9%	892,3%	3984,6%	
CFO / intereses del período (CFO/interest cover)	966,1%	-213,4%	-348,5%	-688,5%	507,0%	678,3%	1329,3%	1245,2%	800,2%	3371,8%	
FFO / cargos fijos (intereses periodo+cuota leasing)	1397,0%	996,6%	989,5%	665,1%	142,2%	909,3%	558,9%	707,9%	892,3%	3984,6%	
CFO / cargos fijos	866,1%	-313,4%	-448,5%	-788,5%	407,0%	67,0%	875,8%	621,5%	154,1%	3271,8%	
FFO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0,77	1,08	0,67	0,31	0,07	1,11	0,91	0,83	0,96	2,97	
CFO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0,52	-0,38	-0,34	-0,44	0,65	0,79	2,44	1,56	0,85	2,50	
FFO / Porción Corriente LP (x) Anual				0,94	0,17						
CFO / Porción Corriente LP (x) Anual				-1,31	1,64						
EBITDAR / (Deuda Financiera Corto Plazo + Cuota leasing período) (x) /	1,00	1,54	0,92	0,70	0,23	1,52	1,39	1,22	1,38	3,98	
EBITDAR / (Deuda Financiera Corto Plazo + Cuota leasing período + Gastos Fina	1,06	1,75	0,99	0,74	0,27	1,76	1,74	1,41	1,57	4,30	
EBITDAR / (Porción Corriente Deuda LP + Cuota leasing + Gastos Fina	16,71	12,72	12,13	1,81	0,41	11,12	7,02	8,97	11,38	51,96	
Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0,09	-1,29	-0,73	-0,23	1,11	0,58	2,25	1,37	0,64	1,90	
Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anua				-0,70	2,79						
OTROS INDICES											
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	15.759	21.187	43.231	12.346	4.158	40.527	45.071	47.348	47.897	53.930	
Liquidez Acida (x)	1,55	2,24	3,28	0,88	0,82	1,97	2,00	2,04	2,06	2,46	
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales) / Pasivo Corriente	1,49	2,22	3,25	0,87	0,63	1,91	1,96	1,99	2,01	2,40	
Activo corriente / Pasivo Total (x)	1,57	1,77	2,85	1,05	0,72	1,48	1,76	2,11	2,50	2,98	
Patrimonio / Activo Total (x)	0,62	0,67	0,68	0,52	0,51	0,53	0,57	0,63	0,69	0,74	
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	2	2	2	2	1	2	2	3	3	3	
Días de cuentas por cobrar	222	211	214	210	318	208	158	129	128	127	
Rotación de inventarios (x)	6	9	11	6	7	5	6	6	5	5	
Días de inventarios	63	39	34	63	52	66	65	65	67	69	
Rotación de cuentas por pagar (x)			140	6	3	13	13	13	13	13	
Días de cuentas por pagar			3	63	138	29	28	28	28	28	
Rotación Capital de Trabajo	3	2	1	8	17	2	2	2	2	2	
Días de Capital de Trabajo	140	145	245	48	21	184	191	191	188	207	
Días de Ciclo de Operación			-0	-162	-210	-60	-4	25	22	39	
Vencimientos Deuda Financiera											
Año	dic-05	dic-06	dic-07	dic-08	nov-09	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