

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 12000.000,00 (Valor Nominal del título USD 50Mil)
	Serie A3 USD 12000.000,00 (Valor Nominal del Título USD 25Mil)
Plazo:	1.440 días desde la emisión de cada tramo.
Cupón de Interés:	8% anual fija.
Pago de Interés:	Cada 90 días para las dos series.
Amortización:	Pagos del Capital cada 90 días, para las dos series.
Forma de Pago:	16 Cupones de pago conjunto de capital e intereses.
Fecha de Vencimiento:	Serie 1: 28-Oct-2012 Serie 2: 23-Mar-2013
Fecha maxima de emisión:	14-jul-09
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

Patricio Baus H
 (593 2) 254 8393
pbaus@bankwatchratings.com
 Patricia Pinto
 (593 2) 254 8393
pintop@bankwatchratings.com
 Sonia Rodas.
 (593 2) 222 2323
rodass@uio.satnet.net

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/ 2010

ESTADOS FINANCIEROS A: 31-May-10

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.

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACION

Con base en los Estados Financieros Auditados a Dic-10 y directos a May-10 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 empresa mantiene su posición en su segmento de mercado y en este año muestra una perspectiva de crecimiento en las ventas, dada la reactivación de la economía comparada con el año anterior.
- La cartera de clientes que es su principal activo mantiene la buena calidad y liquidez observadas en períodos anteriores.
- La reactivación de las ventas y el correspondiente incremento del financiamiento a los clientes que se observa en este período, y que se espera mantener para el resto del año, han elevado los requerimientos de capital de trabajo de la empresa, a lo que se suma el pago de dividendos anticipados. Estos requerimientos han sido financiados a través de un mayor endeudamiento.
- El mayor endeudamiento responde también a las inversiones realizadas en CAPEX en el 2009 y a la distribución de dividendos. Ambos rubros fueron mayores a lo planificado en las proyecciones originales presentadas tanto para el 2009 como para el 2010.



- El incremento de los niveles de endeudamiento están presionando la capacidad de pago de la empresa y los indicadores de deuda en relación a la generación interna y en relación a los niveles de patrimonio.
- La tendencia de las ventas y de los resultados operativos hasta mayo-10 insinúan que estos para fin de año podrían ser iguales o incluso superiores a los del 2009, año en el que los indicadores de liquidez y solvencia se mantuvieron dentro de lo esperado.
- La evolución de la estructura financiera de la empresa y de su capacidad de pago, dependerá principalmente de las políticas de la administración y de los accionistas, en relación al crecimiento del negocio, a nuevas inversiones y distribución de dividendos ya que los resultados operativos y sus tendencias muestran una relativa estabilidad.
- Presión adicional a la estructura financiera y a la capacidad de la empresa podría resultar en una revisión de la calificación actualmente confirmada.
- Consideramos que la empresa está administrada por profesionales que gozan de buena experiencia en el mercado. Los principales cargos administrativos están ocupados por los accionistas.
- La emisión tiene Garantía General y cumple adecuadamente la exigencia legal correspondiente.

HECHOS RELEVANTES Y SUBSECUENTES

En el período de análisis no se han generado hechos relevantes o subsecuentes que pudieran afectar la estructura o capacidad de pago de la empresa.

Presentación de Cuentas:

El análisis de la situación financiera de Teojama se lo realizó principalmente en base a los estados financieros auditados por César Romero Auditor Independiente para los años 2005, 2006, 2007, y por la firma Deloitte para los años 2008 y 2009, e interinos a Mayo-2010. A dic-09 no presentan salvedades ni limitaciones. Si bien los estados financieros a Mayo-2010 no son auditados, basamos nuestro análisis en balances firmados por el Representante Legal de la empresa.

Mediante Resolución No.08.G-DCS.010 del 20 de noviembre del 2008 y No. SC.DS.G.09.006 del 17 de diciembre del 2009, la Superintendencia estableció un cronograma para la implementación obligatoria de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) para todas las compañías, comenzando por las que participan en mercado de valores. Los estados financieros auditados de TEOJAMA COMERCIAL al 31 de Diciembre del 2009 e internos a Mayo del 2010 presentan información financiera bajo las Normas Ecuatorianas de Contabilidad (NEC). De acuerdo a información proporcionada por la Compañía las NIIF's están en proceso de implementación que se concluirá a finales del año.

ANALISIS FODA**FORTALEZAS**

- Experiencia y conocimiento del Mercado automotor (45 años).
- Empresa con nombre reconocido y alta penetración de marcas.
- 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 automotor 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 aun 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, están en proceso de mejoramiento.

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.

DESCRIPCION DEL EMISOR

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.

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 periódica del contrato.

El contrato de distribución tiene un plazo de vigencia de dos años, el que está vigente vence en enero del 2011, fecha en la cual se hará la renovación para los siguientes dos años.

La adquisición de repuestos se lo realiza por intermedio de Falcon Trading, empresa que reside en los Estados Unidos.

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

Como negocio adicional pero importante para la empresa, ésta 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 los niveles más altos de la Administración. Como apoyo a esta gestión se utilizan los informes del Bureau de Crédito "Credit Record". La gerencia general es la que aprueba cada uno de los créditos luego de los filtros establecidos por el proceso.

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.

▪ 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 May-10 cuenta con 97 personas, de las cuales el 62% pertenecen el área administrativa, 22% al área de ventas, y el 16.9% pertenecen a la plana gerencial

en la que se incluyen 5 Directores, 2 Vicepresidentes y 9 Gerentes de área.

Esta 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.

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

DIRECTORIO:

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 automotor y adicionalmente han actuado en actividades financieras comerciales y otras, y constituyen un soporte para 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.

ADMINISTRACION:

La estructura administrativa gerencial cuenta con una adecuada capacidad técnica, experiencia y conocimiento del negocio. 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.

ENTORNO MACROECONÓMICO

Favor referirse al anexo #1 adjunto

▪ RIESGO SECTORIAL

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 ingresos, especialmente si el sector espera una desaceleración en la colocación de nuevas unidades a futuro.

El crecimiento del mercado automotor y del segmento de vehículos de trabajo específicamente depende fuertemente 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 baja capacidad de endeudamiento actual, y de la

¹ <http://www.aeade.net/cifras.htm>

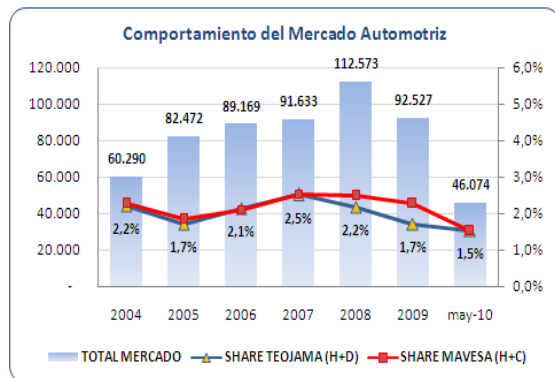
disponibilidad de crédito del sector financiero para el financiamiento de vehículos.

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 sector automotor que en el año 2008 mostró un crecimiento significativo se contrajo en 17.8% en el 2009, como consecuencia de la situación económica nacional e internacional. En este año se espera al menos recuperar el nivel de ventas anterior a la crisis, es decir llegar a los niveles del 2008.

Además de la venta de autos este sector incluye: repuestos, combustibles, llantas, lubricantes, talleres y negocios relacionados como seguros, dispositivos de rastreo y financiamiento automotriz.

De acuerdo a la Empresa y la AEADE (Asociación de Empresas Automotrices del Ecuador), las cifras son las siguientes:



En el 2009 las ventas de vehículos de trabajo se redujeron en mayor proporción que el mercado total de vehículos. Comportamiento lógico considerando que el desempeño de la actividad económica en general presionó también las ventas de vehículos comerciales.

En este año se espera una recuperación del crecimiento económico y la reactivación de las inversiones. Estas perspectivas están incentivando el comportamiento del mercado automotor.

Si se mantiene el ritmo de ventas alcanzado hasta mayo-10, se podría alcanzar un crecimiento de ventas en unidades de 19% en el total del mercado de vehículos y de 14.6% en camiones y buses. El mercado total espera llegar a 110.000 unidades de vehículos vendidos en el año. De mantenerse las tendencias las proyecciones serían sustentables.

El segmento de camiones y buses representa el 7.9% del mercado total a mayo-2010 (9.5% a Dic-09).

En general, el mercado automotor es sensible a los precios y estos a su vez están ligados a los impuestos y tasas con los que están gravados.

Desde el 2008, el estado ha venido modificando los impuestos, aranceles y en general las tasas con las que están gravados los vehículos con el afán principal de controlar las importaciones y de profundizar la diferencia

de precios entre los vehículos de lujo, comerciales, de trabajo, etc. En este sentido, las políticas arancelarias y tributarias afectan el nivel de competitividad de las empresas, de distinta manera y en distinta medida dependiendo del tipo de vehículo que comercialicen. Debe notarse que la intervención del estado en cuanto al control de importaciones de vehículos se activó desde el año 2008, después de algunos años en que las importaciones de vehículos se realizaron sin este tipo de control. Las ventas del 2009, estuvieron afectadas por estas medidas.

Todos los vehículos están gravados por el IVA del 12% por lo que este impuesto no ejerce diferencia en los precios por vehículo o marca.

El impuesto a los consumos especiales ICE si es un rubro que ejerce ventajas o desventajas en precios especialmente desde el 2008, año en el que el impuesto es diferenciado por tipo de vehículo, precio etc. gravando con mayor impuesto a los vehículos de lujo y por lo tanto de mayores precios. Los vehículos de trabajo que representan el nicho más importante para TEOJAMA no están gravados con este impuesto.

Los aranceles vigentes para las importaciones también están diferenciados por tipo de vehículos y por procedencia. Los vehículos de la Región Andina tienen menores (en algunos casos no pagan) aranceles que los que vienen del Asia. Los precios de la mayor parte de vehículos de TEOJAMA están en desventaja por venir del Japón.

POSICIONAMIENTO DE LA EMPRESA

Unidades Vendidas	2005	2006	2007	2008	2009	2010 Mayo
Mercado Total	82.472	89.169	91.633	112.573	92.527	46.074
Ventas Total Teojama	1.413	1.898	2.303	2.441	1.581	701
Teojama / Merc. Tot.	1,7%	2,1%	2,5%	2,2%	1,7%	1,5%
Mercado Buses y Camiones	7.581	8.824	9.543	13.018	8.745	3.641
B y C / Merc. Tot.	9,2%	9,9%	10,4%	11,6%	9,5%	7,9%
Ventas Teojama Buses y Camiones	1.344	1.652	1.891	2.244	1.457	696
Teojama / B y C	17,7%	18,7%	19,8%	17,2%	16,7%	19,1%

Luego de un período de crecimiento importante, especialmente en el año 2008, las unidades vendidas en el 2009 disminuyen tanto en el mercado total (-17.8%), como en el mercado de vehículos de trabajo (32.8%) y por tanto también en Teojama (35.2%).

A mayo-2010 la participación de las ventas de Teojama representan el 1.5% del mercado total y en el 19.1% del segmento de vehículos de trabajo (camiones y buses).

En los primeros meses del año hasta mayo Teojama presenta un crecimiento importante del 10.5% de las unidades vendidas en relación con mayo-09.

Sin embargo, no se alcanzó a vender las 2.503 vehículos proyectados para el 2009, y 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 que estas son 100% propiedad de la empresa, y en Portoviejo que es una concesionaria.



En coherencia con la estrategia global del negocio se advierte una mejor distribución de las ventas en las diferentes provincias, y por tanto una menor concentración en las dos principales ciudades Quito y Guayas. A may-2010 por distribución geográfica, las ventas se reparten en Pichincha con aproximadamente el 39%; Guayas con 18%; Azuay con 19%, 17% en Tungurahua y 6% restante en Manabí.

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.

▪ GESTION OPERATIVA

La gestión de la empresa muestra una disminución drástica de las ventas en el 2009 en relación con el 2008 y en relación con lo proyectado, pero con una tendencia positiva en el 2010 que se verifica en las cifras a may-10. Las unidades vendidas muestran un incremento de 10.5% en relación con may-09, que en términos de dólares es 16.8% mayor a los ingresos por venta de vehículos de may-10.

A May-10 el 89.4% de los ingresos por ventas de la empresa se generan por la venta de Vehículos Hino y el 0.3% por vehículos de la marca Daihatsu, el 9% está constituido por la venta de repuestos, y el 6.7% por ingresos provenientes del financiamiento de vehículos. Este último componente constituyó el 8.7% en el 2009.

Una segunda fuente de ingresos recurrente de la empresa es el negocio de financiamiento que durante los últimos dos años representa un promedio del 64% de las utilidades antes de impuestos y participaciones. Para nuestro análisis este rubro se suma a las ventas por considerarlo un ingreso inherente a la operación de la empresa. Este rubro también se contrajo en consistencia con la reducción de las ventas.

A may-10 los ingresos por ventas e intereses ganados totales presentan un incremento de 3% en relación con may-09, con perspectivas de llegar al 6% si se mantiene una tendencia igual hasta fin de año. Las proyecciones de la empresa son alcanzar un total de ventas y servicios de USD 115.739M de las cuales las cifras de May-10 representan el 32.3%.

El margen bruto se mantiene en niveles similares a los de may-09 y dic-09, aunque se advierte una disminución en comparación con sus históricos, a pesar de que el año anterior subieron los precios de ciertos vehículos especialmente de los japoneses, para compensar la devaluación del Yen y la aplicación de los aranceles.

Se debe señalar que en las cifras a Dic-09 se observa una disminución del margen bruto que obedece parcialmente al incremento de costos provocados por las salvaguardias establecidas para las importaciones que no fueron totalmente trasladadas a los precios finales. A May-10 se recupera por el indicador debido a la recuperación de los precios en dólares en relación con el Yen.

El EBITDA a may-10 es 6.3% mayor al de May-09, y la utilidad antes de impuestos y participaciones es mayor en 13.5% a la obtenida en igual período, debido al incremento en unidades vendidas y a un efectivo control de gastos.

En este año la empresa mantiene un mejor control de gastos que se reducen en 17.3% en relación con may-09, y absorben el 65.9% de los ingresos brutos.

En los años anteriores el mayor crecimiento de la cartera requirió que se eleven también 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. A May-10 el gasto es menor pero el nivel de cobertura es de 4.21% sobre la cartera bruta.

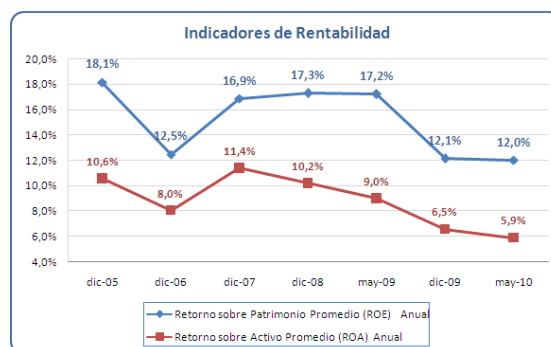
El gasto financiero de la empresa representa el 1.8% de los ingresos de ventas más ingresos por intereses ganados provenientes del financiamiento a sus clientes, y se eleva en relación con may-09 debido al incremento de deuda.

La rentabilidad final de la empresa a May-10 no es comparable con la de May-09 ya que en este año la empresa está provisionando los gastos de participaciones e impuesto a la renta, que en el año anterior no lo hacía sino hasta fin de año.

Anualizando el resultado de May-10 se podría esperar que al menos se mantenga la utilidad realizada a Dic-09, aunque no se llegue a la utilidad proyectada para Dic-10. La utilidad anualizada a May-10 representa únicamente el 70% de la proyectada para fin de año.

La rentabilidad sobre activos muestra una tendencia a disminuir desde Dic-07. A pesar de ello se mantiene en niveles atractivos dentro del sector y suficientes para la sostenibilidad del negocio.

A continuación un gráfico con la evolución del ROA y el ROE:





ESTRUCTURA DEL BALANCE

	CRAI	CRAI	DELOITTE	Directo	DELOITTE	Directo	% Partic.
(\$ MILES)	dic-06	dic-07	dic-08	may-09	dic-09	may-10	may-10
BALANCE GENERAL							
Total Activo Corriente	33.993	59.614	49.330	45.200	55.950	68.548	61%
Fondos Disponibles	2.409	1.979	755	757	2.065	13.074	11,55%
Cuentas por Cobrar Comerciales netas	25.011	51.190	31.802	31.322	41.974	32.054	28,33%
Inventarios Neto	5.747	5.943	16.395	11.353	10.380	19.368	17,12%
Otras cuentas por cobrar (afecta al flujo de financiación)	52	347	0	887	0	2.446	2,16%
Gastos pagados por anticipado	294	147	338	746	731	1.606	1,42%
Otros Activos Corrientes (afecta al flujo operativo)	0	0	0	135			0,00%
Total Activo No Corriente	23.224	5.912	39.080	49.279	28.386	44.611	39%
Propiedades	5.855	5.839	6.645	7.753	8.634.91	8.733.31	7,72%
Inversiones	73	73	109	109	121	121	0,11%
Cuentas por Cobrar LP Comerciales	17.296	0	32.334	40.416	19.630	35.756	31,60%
ACTIVOS TOTALES	56.817	65.526	88.410	93.479	84.336	113.158	100%

La empresa mantiene una estructura financiera adecuada que se apoyó con la reestructuración de pasivos lograda por la colocación de la emisión en el mercado de valores.

A May-10 se mantiene la buena calidad de los activos, el principal activo de la empresa son las cuentas por cobrar a sus clientes que representan el 60% de los activos. A May-10 el total de la cartera es de USD 67.810M de los cuales el 47.3% (USD 32.54M) son de corto plazo, y el resto de la cartera 52.7% 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 May-10 la cartera vencida es de 3.3% (3.2% a Dic-09) que tiene una cobertura de 126% con provisión. La cobertura sobre la cartera bruta es de 4.21%.

Es importante señalar que el 75% de la cartera vencida es menor a 60 días y obedece a casos puntuales que se corrigen en el corto plazo. Sin embargo, se debe anotar que estos indicadores no corresponden a la morosidad total sino únicamente a la cartera vencida.

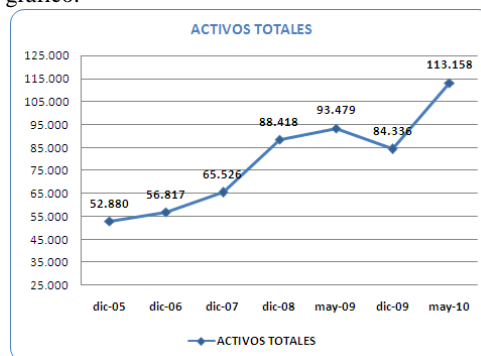
Los Inventarios representan el 17.12% de los activos, en su mayor parte son vehículos y repuestos. El inventario de repuestos es de buena calidad y está controlado técnicamente de acuerdo con las políticas de Toyota Japón.

A may-10 Depósitos en Bancos y Caja representan el 11.55% del activo y muestran un crecimiento drástico de la liquidez de la empresa, explicado por el incremento reciente de deuda en el mercado de valores, que no ha sido utilizado aún en el capital de trabajo de la empresa. Son depósitos en Ifi's de bajo riesgo en el país.

Además está el activo fijo que representa el 7.72% y está constituido por Propiedades principalmente edificios, terrenos, cuyo valor comercial podría ser mayor al valor en libros.

Los activos totales de la empresa, en los últimos 6 años analizados han mostrado un crecimiento sostenido, orientado básicamente al crecimiento de la cartera de clientes de corto y largo plazo, y de inventarios que garantizan la permanencia de una de las ventajas competitivas de la empresa que es el servicio de postventa a sus clientes.

La tendencia de activos se presenta en el siguiente gráfico.



A May-10 además de las cuentas comerciales existe una cuenta por cobrar a accionistas por pago anticipado de dividendos, que representa el 1.91% de los activos.

En este período (ene-may-10) el crecimiento de activos como la cartera de clientes e inventarios y el pago anticipos se financió con incremento fuerte de pasivos especialmente deuda financiera de largo plazo, a pesar de lo cual se mantiene aún la estructura adecuada del balance. La empresa financia activos de mediano y largo plazo con deuda de mediano y largo plazo.

ENDEUDAMIENTO

El nivel de endeudamiento de la empresa se incrementa de forma importante en el período debido tanto a los requerimientos de capital de trabajo, propios de un ciclo expansivo de ventas en este tipo de negocios, pero también por la salida de recursos para el pago de dividendos y anticipos de dividendos en una proporción mayor a la planificada.

A May-10 el pasivo financia el 56.1% de los activos (43.9% a Dic-09) y el Patrimonio financia el 43.9%. La porción corriente de la deuda con el mercado de valores es el 8.05% y la de largo plazo es el 12.65% del pasivo y patrimonio.

El pasivo total representó el 1.28:1 del patrimonio tangible en may-10 (0.78:1 en Dic-09). El patrimonio tangible disminuye debido al incremento de cuentas por cobrar a accionistas y gastos diferidos que no se los considera como activos que respaldan la deuda. Sin embargo, dada la tendencia positiva de los ingresos y de la rentabilidad del período, se podría esperar que este indicador mejore paulatinamente en los siguientes meses.

A pesar de la recuperación que se advierte en la generación interna, el incremento de la deuda está presionando la relación de generación frente a los pasivos totales y a la deuda financiera que mantiene la empresa. Así se advierte al observar el indicador de deuda total sobre EBITDA que pasó de 1.38:1 en Dic-09 a 2.92:1 en May-10 y el indicador de deuda neta sobre EBITDA que pasa de 1.08:1 a 1.67:1 en el mismo período.

En los períodos interinos la composición del pasivo varía debido a la contabilización de los intereses no devengados de la cartera de clientes en Pasivos de largo

plazo. Estos pasivos se reducen de acuerdo con el devengamiento de los intereses. En los estados financieros auditados estos intereses se presentan netos con la cartera de clientes. Al considerar este elemento el endeudamiento de la empresa disminuye y el pasivo total sobre el patrimonio tangible es de 1.13:1.

Las demás fuentes externas de financiamiento de la empresa son básicamente de corto plazo, y entre ellas la principal son los proveedores del exterior. La deuda con proveedores constituye el 18.17% del pasivo y patrimonio. La deuda con proveedores no tiene costo de interés.

▪ **CAPACIDAD DE PAGO Y LIQUIDEZ**

Medidas del Flujo de Caja (cash flow measures) a	dic-06	dic-07	dic-08	may-09	dic-09	may-10
EBITDA OPERATIVO	8.423	10.169	12.571	4.097	9.619	4.355
(-) Gasto Financiero del periodo	-618	-800	-499	-630	-1.794	-726
(-) Impuesto a la renta del periodo	-1.701	-1.785	-3.003	0	-3.063	-845
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operat	6.104	7.584	9.069	3.467	4.772	2.784
(-) Variación Capital de Trabajo	-7.478	-10.704	-6.755	-5.711	6.999	-7.151
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operatio	-1.374	-3.120	2.314	-2.244	11.771	4.367
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	0	0	0	101	1.866	55
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el perio	-4.672	-4.361	-2.926	0	-4.423	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-547	-257	-1.194	-1.233	-2.315	-246
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-6.593	-7.738	-2.106	-3.416	6.899	4.561
FFO MARGIN (FFO/ventas)(%)	8,09%	8,46%	7,54%	8,96%	5,28%	6,98%
EBITDA OPERATIVO (EBITDA+ CUOTA LEASING DEL P	8.423	10.169	12.571	4.097	9.619	4.355

(Miles de USD)	PROYECCIONES						
	dic-08	may-09	dic-09	may-10	dic-08	dic-09	dic-10
LIQUIDEZ							
FFO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	1,01	1,00	1,11	0,60	1,11	0,91	0,83
CFO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0,26	-0,65	2,73	-0,94	0,79	2,44	1,56
EBITDA R / (Deuda Financ. C. Pzo. + Cuota leasing + Gast fin.	1,47	1,44	3,83	1,12	1,76	1,74	1,41

Las relaciones anteriores muestran que la empresa genera EBIDTA suficiente y holgado para pagar las obligaciones de cada período. Este sin embargo y dependiendo del nivel de crecimiento del negocio es absorbido por las necesidades de capital de trabajo generando un flujo de caja operativo negativo en algunos períodos como en mayo-10. Adicionalmente la liquidez está presionada por la salida de fondos para el reparto de dividendos en los primeros 5 meses del año. Lo dicho implicó que la empresa haya refinanciado parte de la deuda a corto plazo. Las proyecciones presentadas por la empresa para fin de año, muestran posiciones de liquides más optimistas que las de mayo-10, las mismas que de cumplirse serían suficientes para el pago de los compromisos de corto plazo. Esto sin embargo dependería de las políticas internas de la administración.

▪ **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-10	Activos Pignorados	Activos Libres	Activos Diferidos	Activos Garantía General	Activos Esenciales
Activos Líquidos	13.074	0	13.074	0	13.074	
Cuentas por Cobrar Comerciales	67.810	0	67.810	0	67.810	28.000
Hasta 365 días	32.054	0	32.054	0	32.054	
Más de 365 días	35.756	0	35.756	0	35.756	
Inventarios	19.368	0	19.368	0	19.368	
Otras Clases Por Cobrar	2.446	0	2.446	0	2.446	
Gastos anticipados	1.606	0	1.606	0	1.606	
Propiedades	8.733	0	8.733	0	8.733	
Inversiones en Otras empresas	121	0	121	0	121	
ACTIVO TOTAL	113.158	0	113.158	0	113.158	28.000
Monto de la Emisión BWR	11.419					
Monto de la 2da. Emisión	12.000					
Total en circulación	23.419					
					Garantía / Emisión Emisión BWR/ Activos Esenciales	4,83 veces 0,41 veces

A May-10 los activos totales de la empresa suman USD 113.158M. La empresa no tiene activos diferidos ni activos pignorados. La presente emisión que está todavía en circulación es de USD 11.419M y la segunda emisión que a la empresa ha colocado o está por colocar alcanza a USD 12MM por lo que el monto de obligaciones en circulación con garantía general es de USD 23.419M. Por lo que los activos que respaldan las emisiones mantienen una cobertura de 4.83:1 veces las emisiones.

Las emisiones de obligaciones que están en el mercado con garantía general representan el 20.7% de los activos susceptibles de constituirse en garantía general. Por lo que en términos cuantitativos la garantía general cubre adecuadamente las emisiones mencionadas.

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 seis y cuatro 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 11.419M.

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 ha realizado ya dos emisiones generales que han sido colocadas en el mercado de acuerdo con las necesidades de la empresa y con buena aceptación 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	may-09	dic-09	may-10	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12
RESULTADOS													
Ventas	59.203	75.465	89.626	120.317	38.709	90.315	39.861	104.850	111.769	115.739	118.006	120.737	
% crecimiento	-3.3%	27.5%	18.8%	34.2%	-22.8%	-24.9%	5.9%	17.6%	6.6%	3.6%	2.0%	2.3%	
MARGEN BRUTO (%)	32%	30%	29%	22%	23%	23%	21%	25%	24%	23%	22%	22%	
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación emplead	7.050	8.423	10.169	12.571	4.097	9.619	4.355	11.770	11.626	10.857	10.623	10.666	
MARGEN EBITDA (%)	11.9%	11.2%	11.3%	10.4%	10.6%	10.7%	10.9%	11.2%	10.4%	9.4%	9.0%	8.8%	
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación emplead	7.050	8.423	10.169	12.571	4.097	9.619	4.355	11.770	11.626	10.857	10.623	10.666	
MARGEN EBITDAR (%)	11.9%	11.2%	11.3%	10.4%	10.6%	10.7%	10.9%	11.2%	10.4%	9.4%	9.0%	8.8%	
Cuota leasing del período	0	0	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	126	983	420	512	511	511	511	511	
EBIT (incluye en gastos administrativos participación empleados)	6.508	7.421	9.540	11.636	3.971	8.636	3.935	11.258	11.115	10.346	10.111	10.155	
Gasto Financiero del período	-422	-678	-800	-499	-630	-1.794	-726	-1.059	-1.657	-1.211	-933	-205	
Impuestos a la renta	-1.155	-1.701	-1.785	-3.003	0	-3.053	-845	-2.143	-2.364	-2.284	-2.295	-2.487	
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leas	3.5%	5.9%	6.5%	2.3%	7.4%	11.5%	6.5%	4.2%	7.4%	7.2%	8.6%	3.9%	
UTILIDAD NETA	5.464	4.402	6.955	7.834	3.401	5.655	2.419	8.536	7.573	7.331	7.364	7.942	
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	18.1%	12.5%	16.9%	17.3%	17.2%	12.1%	12.0%	17.8%	14.0%	12.2%	11.3%	11.1%	
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	10.6%	8.0%	11.4%	10.2%	9.0%	6.5%	5.9%	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	3.527	6.638	2.839	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	-5.711	6.999	-7.151	-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	-2.183	13.637	-4.312	6.603	20.853	14.349	7.015	7.195	
Inversión en Activos Fijos	-313	-547	-257	-1.194	-1.233	-2.315	-248	-300	-300	-300	-300	-300	
Otras Inversiones, Neto	0	1.505	0	-36	0	-12	0	0	0	0	0	0	
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos	3.875	-1.117	-3.377	-2.482	-3.416	11.310	-4.561	6.303	20.553	14.049	6.715	6.895	
Variación Neta de Deuda Financiera	-3.344	171	3.350	4.036	4.950	-4.777	17.297	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	-644	0	-81	0	0	0	0	0	
Pago de Dividendos	-4.504	-4.672	-4.361	-2.926	0	-4.423	0	-1.800	-1.800	-1.800	-1.800	-1.800	
Otros Financiamientos, Neto	234	706	-295	148	-887	0	-2.446	-1.125	-16.231	-13.494	-6.478	1.377	
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período	637	437	-509	-1.224	2	2.110	10.208	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	8.423	10.169	12.571	4.097	9.619	4.355	11.770	11.626	10.857	10.623	10.666	
(-) Gasto Financiero del período	-422	-678	-800	-499	-630	-1.794	-726	-1.059	-1.657	-1.211	-933	-205	
(-) Impuesto a la renta del período	-1.155	-1.701	-1.785	-3.003	0	-3.053	-845	-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	0	0	
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	5.473	6.104	7.584	9.069	3.467	4.772	2.784	8.568	7.605	7.363	7.395	7.973	
(-) Variación Capital de Trabajo	-1.818	-7.478	-10.704	-6.755	-5.711	6.999	-7.151	-2.446	12.768	6.507	-859	-1.258	
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	3.655	-1.374	-3.120	2.314	-2.244	11.771	-4.367	6.123	20.373	13.869	6.535	6.715	
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	533	0	0	0	101	1.866	55	480	480	480	480	480	
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	0	-300	-40	0	0	0	0	0	0	0	
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-4.504	-4.672	-4.361	-2.926	0	-4.423	0	-1.800	-1.800	-1.800	-1.800	-1.800	
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-313	-547	-257	-1.194	-1.233	-2.315	-248	-300	-300	-300	-300	-300	
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-529	-6.593	-7.738	-2.106	-3.416	6.899	-4.561	4.503	18.753	12.249	4.915	5.095	
FFO MARGIN (FFO/ventas)(%)	9.24%	8.09%	8.46%	7.54%	8.96%	5.28%	6.98%	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	0	0	
EBITDAR OPERATIVO (EBITDA+ CUOTA LEASING DEL PERÍODO)	7.050	8.423	10.169	12.571	4.097	9.619	4.355	11.770	11.626	10.857	10.623	10.666	
BALANCE													
Caja e Inversiones Corrientes	2.051	2.489	1.979	755	757	2.865	13.074	16.231	29.725	36.203	34.827	34.885	
Activos Totales	52.880	56.817	65.526	88.418	93.479	84.336	113.158	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	8.331	4.306	11.106	7.743	8.343	8.914	7.719	2.683	
Pasivo financiero Largo Plazo	3.400	5.520	3.400	9.000	14.641	8.939	19.435	17.299	11.440	5.098	0	0	
Financiamiento Leasing	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Obligaciones Financieras Total (ajustada a leasing)	10.465	10.637	13.986	18.022	22.972	13.245	30.542	25.042	19.783	14.012	7.719	2.683	
Pasivos con Proveedores	0	0	452	16.419	10.363	17.301	20.558	6.318	6.717	7.057	7.231	7.406	
Otros Pasivos	9.639	8.325	6.465	7.911	11.320	6.492	12.423	14.049	15.903	15.587	15.864	16.258	
Pasivos Totales	20.104	18.962	20.903	42.352	44.655	37.038	63.522	45.409	42.403	36.655	30.815	26.347	
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	32.777	37.854	44.622	46.066	48.824	47.298	49.636	51.359	57.132	62.664	68.227	74.369	
PATRIMONIO TANGIBLE (se puede arreglar la fórmula manualm	30.244	37.435	44.055	45.619	47.082	46.446	45.463	49.813	55.587	61.118	66.682	72.824	
Activos restados al Patrimonio para generar patrimonio tangible	2.533	419	567	447	1.742	852	4.173	1.545	1.545	1.545	1.545	1.545	
Capitalización ****	43.242	48.491	58.608	64.088	71.796	60.543	80.177	76.401	76.915	76.675	75.946	77.052	
Pasivos contingente	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
ACTIVO PIGNORADO	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Derechos Fiduciarios	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones	52.880	56.817	65.526	88.418	93.479	84.336	113.158	96.768	99.535	99.319	99.043	100.716	
Emisión de Obligaciones en Circulación	0	0	0	12.000	15.725	13.245	23.419	24.000	24.000	24.000	24.000	24.000	
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x)	0	0	0	7.37	5.94	6.37	4.83	4	4	4	4	4	
Límite Legal para Emitir Obligaciones	42.304	45.454	52.421	70.734	74.783	67.469	90.527	77.414	79.628	79.455	79.234	80.573	

(x) Índice expresado en número de veces

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

Nota: La empresa genera un flujo recurrente de ingresos por intereses fruto del negocio de financiamiento de parte de sus ventas, por lo que lo se los ha incluido como parte de los ingresos operativos.

** 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	may-09	dic-09	may-10	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12
INDICADORES FINANCIEROS												
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	16,71	13,63	12,71	25,19	6,51	5,36	6,00	11,12	7,02	8,97	11,38	51,96
(EBITDA - Inver en Activo Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	15,96	12,74	12,39	22,80	4,55	4,07	5,66	10,83	6,83	8,72	11,06	50,50
EBITDAR / cargos fijos (intereses y cuota leasing del período)	16,71	13,63	12,71	25,19	6,51	5,36	6,00	11,12	7,02	8,97	11,38	51,96
Deuda Financiera Total / EBITDA o EBITDAR (x) Anual	1,48	1,26	1,38	1,43	2,34	1,38	2,92	2,13	1,70	1,29	0,73	0,25
Deuda Financiera Neta / EBITDA o EBITDAR (x) Anual	1,19	0,97	1,18	1,37	2,26	1,08	1,67	0,75	-0,86	-2,04	-2,55	-3,02
Deuda Financiera Total (ajustada a leasing) / FFO (x)	1,91	1,74	1,84	1,99	2,76	2,78	4,57	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%	-36%	52%	-36%	18%	95%	87%	64%	190%
Deuda Financiera Total ajustada leasing / Capitalización (%)	24,2%	21,9%	23,9%	28,1%	32,0%	21,9%	38,1%	32,8%	25,7%	18,3%	10,2%	3,5%
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	26%	33%	23%	0%	2%	0%	8%	18%	23%	26%	31%	36%
Deuda Financiera Total ajustada leasing / Pasivo Total (%)	52%	56%	67%	43%	51%	36%	48%	55%	47%	38%	25%	10%
Pasivo Total NO ajustada leasing / Patrimonio (x)	0,61	0,50	0,47	0,92	0,91	0,78	1,28	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	0,91	0,78	1,28	0,88	0,74	0,58	0,45	0,35
Pasivo Total ajustado leasing / Patrimonio (x)	0,61	0,50	0,47	0,92	0,91	0,78	1,28	0,88	0,74	0,58	0,45	0,35
Pasivo Total ajustado leasing / Patrimonio Tangible	0,66	0,51	0,47	0,93	0,95	0,78	1,28	0,91	0,76	0,60	0,46	0,36
Deuda Financiera/Patrimonio Tangible	0,35	0,28	0,32	0,40	0,49	0,29	0,67	0,50	0,36	0,23	0,12	0,04
LIQUIDEZ												
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (ajustado a leasing)	67,5%	48,1%	75,7%	50,1%	36,3%	32,5%	36,4%	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%	9,1%	66,5%	118%	210%	356%	406%	451%	1300%
FFO / intereses del período (FFO/interest cover)	1397%	1088%	1048%	1917%	651%	366%	483%	909%	559%	708%	892%	3985%
CFO / intereses del período (CFO/interest cover)	966%	-122%	-290%	564%	-256%	756%	-501%	678%	1329%	1245%	800%	3372%
FFO / cargos fijos (intereses periodo+cuota leasing)	1397%	1088%	1048%	1917%	651%	366%	483%	909%	559%	708%	892%	3985%
CFO / cargos fijos	866%	-222%	-390%	464%	-356%	656%	-601%	67%	876%	622%	154%	3272%
FFO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0,77	1,19	0,72	1,01	1,00	1,11	0,60	1,11	0,91	0,83	0,96	2,97
CFO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0,52	-0,27	-0,29	0,26	-0,65	2,73	-0,94	0,79	2,44	1,56	0,85	2,50
FFO / Porción Corriente LP (x) Anual				3,02	5,55	1,11	0,51					
CFO / Porción Corriente LP (x) Anual				0,77	-3,59	2,73	-0,80					
EBITDAR / (Deuda Financiera Corto Plazo + Cuota leasing período) (x)	1,00	1,65	0,96	1,39	1,18	2,23	0,94	1,52	1,39	1,22	1,38	3,98
EBITDAR / (Deuda Financiera Corto Plazo + Cuota leasing período + Gastos Fina)	1,06	1,87	1,04	1,47	1,44	3,83	1,12	1,76	1,74	1,41	1,57	4,30
EBITDAR / (Porción Corriente Deuda LP + Cuota leasing + Gastos Fina)	16,71	13,63	12,71	3,59	3,27	1,58	0,70	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	-0,98	1,60	-0,99	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	-5,47	1,60	-0,99					
OTROS INDICES												
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	15.759	21.187	43.231	17.098	24.281	29.247	33.472	40.527	45.071	47.348	47.897	53.930
Liquidez Ácida (x)	1,55	2,24	3,28	1,02	1,62	1,71	1,40	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	1,01	1,53	1,68	1,29	1,91	1,96	1,99	2,01	2,40
Activo corriente / Pasivo Total (x)	1,57	1,77	2,85	1,16	1,01	1,51	1,08	1,48	1,76	2,11	2,50	2,98
Patrimonio / Activo Total (x)	0,62	0,67	0,68	0,52	0,52	0,56	0,44	0,53	0,57	0,63	0,69	0,74
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	2	2	2	2	1	1	1	2	2	3	3	3
Días de cuentas por cobrar	222	209	213	199	287	257	266	208	158	129	128	127
Rotación de inventarios (x)	6	9	11	6	6	7	4	5	6	6	5	5
Días de inventarios	63	39	34	63	57	54	93	66	65	65	67	69
Rotación de cuentas por pagar (x)			140	6	4	4	3	13	13	13	13	13
Días de cuentas por pagar			3	63	92	90	134	29	28	28	28	28
Rotación Capital de Trabajo	3	2	1	5	3	2	2	2	2	2	2	2
Días de Capital de Trabajo	140	145	245	66	122	151	160	184	191	191	188	207
Días de Ciclo de Operación			1	-133	-131	-69	-65	-60	-4	25	22	39
Vencimientos Deuda Financiera												
Año	dic-05	dic-06	dic-07	dic-08	may-09	dic-09	may-10	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12
Vencimientos Emisión Obligaciones	0	0	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	0	0
Total	0	0	0	0	0	0	0	1.288	5.413	5.859	6.342	5.098

(x) Índice expresado en número de veces