

Ecuador
EMISION DE OBLIGACIONES

TEOJAMA COMERCIAL S.A.
(TEOJAMA)

Calificación

Tipo de Instrumento	Calif. Actual	Calif. Anterior	Ultimo cambio
Emisión de Obligaciones	"AA"	"AA"	N/R

Emisión de Obligaciones	
Monto:	Serie A1 USD 12'000.000,00 (Valor Nominal del título USD 50Mil)
	Serie A3 USD 12'000.000,00 (Valor Nominal del Título USD 25Mil)
Plazo:	1.440 días desde la emisión de cada tramo.
Cupón de Interés:	8% anual fija.
Pago de Interés:	Cada 90 días para las dos series.
Amortización:	Pagos del Capital cada 90 días, para las dos series.
Forma de Pago:	16 Cupones de pago conjunto de capital e intereses.
Fecha de Vencimiento:	Serie 1: 28-Oct-2012 Serie 2: 23-Mar-2013
Fecha máxima de emisión:	14-jul-09
Monto Actual:	Serie A1: USD 6.000 M Serie A1: USD 3.265 M
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 47 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/ 2011

ESTADOS FINANCIEROS A: 30-Nov-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. La información de este reporte es propiedad de BankWatch Ratings y podrá ser reproducida únicamente con indicación de la fuente.

• RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACION

Con base en los Estados Financieros directos a Nov-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 empresas del país.

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

- La empresa mantiene su posición en su segmento de mercado y en el 2010 alcanza un crecimiento importante en las unidades vendidas y en los ingresos generados en la operación, luego de la contracción que se produjo en el 2009. El desempeño de la empresa se apoyó en la reactivación de la economía, comparada con el año anterior, ya que su segmento de ventas se concentra en vehículos de trabajo.
- Se esperaba que para este año el nivel de ventas tanto en volúmenes como en dólares, al menos se mantengan considerando que la economía del país aunque en niveles bajos, mantendrá un crecimiento.
- Los resultados antes de impuestos y participaciones se contrajeron en dólares y en relación a los activos y patrimonio desde el 2009 en relación con sus históricos, en consistencia con la reducción de las ventas. El margen neto sobre ventas también se contrae.

Al cierre del 2010, se esperaba que las utilidades antes de impuestos se reduzcan frente al 2009, debido a la contracción del margen bruto (incluye ingresos por financiamiento de vehículos y diferencial cambiario) y al



incremento del gasto financiero y a pesar de la reducción en gastos operacionales.

El comportamiento del margen bruto se relaciona al mayor costo de ventas (devaluación del dólar y medidas arancelarias) que no pudo ser trasladado al precio y a menores ingresos por intereses de financiamiento, esto a pesar de que el diferencial cambiario fue positivo por los acuerdos con proveedores.

En todo caso, consideramos que los resultados de la gestión siguen siendo buenos aunque expuestos en el futuro al diferencial cambiario entre el USD y el YEN y a la calidad de la cartera generada.

- La cartera de clientes que es el principal activo de la empresa mantiene su buena calidad histórica. Tendría que observarse su comportamiento mientras la nueva cartera generada vaya madurando. La liquidez inmediata de la cartera se reduce por el crecimiento mayor de la cartera de largo plazo. La cartera vencida al momento está adecuadamente cubierta con provisiones.
- La reactivación de las ventas y el correspondiente incremento del financiamiento a los clientes que se observa en el 2010, elevaron de manera importante, los requerimientos de capital de trabajo de la empresa, los mismos que debieron ser financiados con fuentes externas. Al incremento de la deuda contribuyeron también el anticipo de dividendos y la inversión en activos fijos. Ambos rubros fueron mayores a lo planificado en las proyecciones originales presentadas tanto para el 2009 como para el 2010.
- El importante incremento de los niveles de endeudamiento (la deuda financiera se duplica en el 2010) presionó la capacidad de pago de la empresa. También se presionan los indicadores de deuda en relación a la generación interna, y en relación a los niveles de patrimonio durante el 2010.
- Para el 2011 y en adelante se esperarían crecimientos menores en ventas y/o en cartera de crédito, que puedan ser financiados por la generación de la empresa (que muestra tendencias positivas) al menos en una parte importante. Por lo tanto, no se anticipa mayores aumentos de deuda por requerimiento de capital de trabajo.
- Se esperaría que los niveles de flujo de caja operativo (CFO) mejoren a niveles positivos y que los indicadores de endeudamiento no superen los niveles actuales de manera importante, para mantener la flexibilidad financiera de la empresa frente a eventos inesperados que no puedan ser controlados internamente.
- 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.
- Consideramos que la empresa está administrada por profesionales que gozan de prestigio y cuentan con 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 Nov-2010. A dic-09 no presentan salvedades ni limitaciones. Los estados financieros a Nov-2010 no son auditados, pero 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 Nov-10 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 con la presentación de los estados financieros auditados de Dic-2010.

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 y tiene relación por accionistas. Su ubicación estratégica permite un mejor tiempo y ahorro de costos en importación.

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. 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 el año 2010, la empresa amplió su nómina de empleados tanto en el área de administración y gerencia como en el área de ventas. A Nov-10 cuenta con 100 personas, de las cuales el 50% pertenecen el área administrativa, 33% al área de ventas, y el 17% pertenecen a la plana gerencial en la que se incluyen 4 Directores, y 13 Gerentes de área. A pesar de los cambios observados se advierte estabilidad en la plana gerencial principal de la empresa. 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 mandos medios para alcanzar un adecuado seguimiento técnico que le permita mantener la calidad de la cartera.

TEOJAMA, no tiene organizaciones sindicales y registra muy buenas relaciones laborales.

DIRECTORIO:

Los miembros del Directorio, pertenecen a la Familia Malo, 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.

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

La industria automotriz constituye un sector dinamizador de la economía nacional debido a su estrecha relación con otras industrias como repuestos, combustibles, llantas, lubricantes, talleres y negocios como el asegurador y el financiamiento de consumo.

El sector automotor en el 2010 aporta con alrededor de 25.000 puestos de trabajo en todas sus actividades directas y relacionadas. Cerca del 30% del empleo generado está en el área de ensamblaje y el 70% en el área de comercialización (según la consultora Market Watch). Por otra parte, se estima que el aporte al fisco del sector bordea los USD 400 millones. Lo cual da cuenta de que el sector constituye una fuente importante de recaudación fiscal, contribuye a la generación de valor agregado y a la creación de plazas de trabajo.

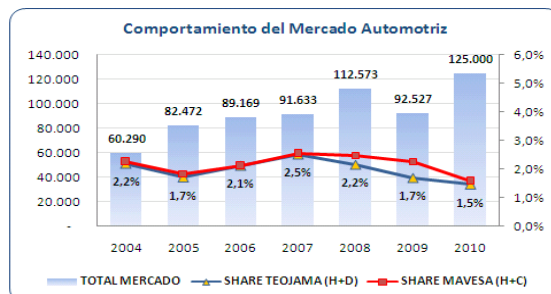
El mercado automotor tiene una fuerte competencia entre marcas de todos los orígenes (de ensamblaje nacional o importados) y exigencias de servicios postventa, pues un tema común entre los empresarios del sector automotor, es fortalecer sus operaciones consolidando marcas, solidificando la red de atención 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.

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 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 luego de la contracción que mostró en el 2009 (-17.8%) como consecuencia de la situación económica nacional e internacional, en el año 2010 habría alcanzado un nuevo récord de ventas llegando al 125.000 unidades vendidas y las perspectivas para el 2011 serían alcanzar las 120.000 unidades, manteniendo así un comportamiento estable con perspectivas positivas.

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



Nota: Las cifras para el 2010 son estimaciones preliminares para el mercado total y proyección para Teojama.

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 observó una recuperación del crecimiento económico, lo que impulsó la reactivación de las ventas en el mercado automotor y también del mercado de vehículos de trabajo.

El segmento de camiones y buses representa el 8.3% del mercado total a dic-2010 (9.5% a Dic-09), con un crecimiento de 18% anual, en tanto que el crecimiento del mercado total fue de 35%, un comportamiento opuesto a la fuerte contracción observada el año anterior.

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. La eliminación de ciertas medidas de restricción favoreció las ventas del 2010.

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, 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

¹ <http://www.aeade.net/cifras.htm>

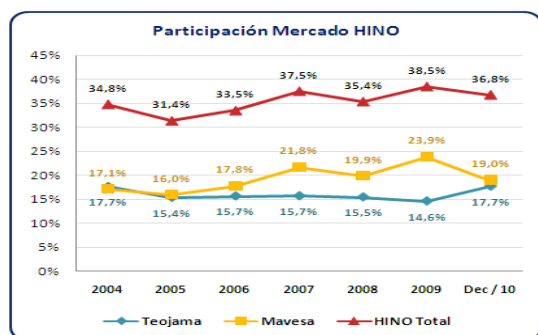
vehículos de TEOJAMA están en desventaja por venir del Japón.

POSICIONAMIENTO DE LA EMPRESA

Unidades Vendidas	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Mercado Total	82.472	89.169	91.633	112.573	92.527	125.000
Mercado Buses y Camiones	7.581	8.824	9.543	13.018	8.745	10.323
Ventas Total Teojama	1.413	1.898	2.303	2.441	1.581	1.851
Cam. y Buses / Merc. Tot.	9,2%	9,9%	10,4%	11,6%	9,5%	8,3%
Teojama / B y C	18,6%	21,5%	24,1%	18,8%	18,1%	17,9%
Teojama / Merc. Tot.	1,7%	2,1%	2,5%	2,2%	1,7%	1,5%

Luego de la fuerte contracción del 2009 en este año se recuperan las ventas del mercado de vehículos de trabajo alcanzando un crecimiento de 18% en unidades vendidas. Las ventas de Teojama en volúmenes crecen en 17%.

A Dic-2010 la participación de las ventas de Teojama representan el 1.5% del mercado total y en el 17.7% del segmento de vehículos de trabajo (camiones y buses).



El crecimiento real de las unidades vendidas en el año 2010 (1.851), no alcanzó lo proyectado (2.636) sino en un 70%.

Estructura de comercialización

La cadena de ventas de Teojama, está distribuida en siete oficinas en las principales ciudades del País que son 100% propiedad de la empresa, y en Portoviejo que es una concesionaria.

La estrategia comercial del negocio busca una mayor distribución de las ventas en las diferentes provincias, y por tanto disminuir la concentración de las ventas en las dos principales ciudades Quito y Guayas. Esta estrategia hasta el momento ha generado un resultado parcial ya que se mantiene la concentración geográfica de las ventas observada en años anteriores; a Dic-2010 las ventas se reparten en Pichincha con aproximadamente el 40%; Guayas con 18%; Azuay con 18%, 17% en Tungurahua y 6.5% 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

Las ventas de la empresa muestran una recuperación importante con un crecimiento de las unidades vendidas

y de los ingresos generados tanto en el negocio de comercialización como en el de financiamiento comercial.

Las unidades vendidas muestran un incremento de 17% en relación con Dic-09, en términos de dólares los ingresos totales a Nov-10 sobrepasan con el 3.9% las ventas totales del 2009, y las ventas anualizadas son mayores en un 13.3% al 2009.

Composición Ingresos Teojama:	dic-09	%	nov-10	%
Ventas Vehículos	74.229	80,8%	79.293	83,1%
Interes Financ.	8.033	8,7%	6.432	6,7%
Repuestos	8.053	8,8%	7.438	7,8%
Diferec Cambiario	1.586	1,7%	2.305	2,4%
Total de Ingresos	91.901	100%	95.469	100%

A Nov-10 el 99% de los ingresos por ventas de Vehículos corresponde a la marca Hino y el 1% a vehículos de la marca Daihatsu u Otros, lo que revela la importancia de la participación de Hino en la generación total de la empresa.

Como se observa en el cuadro anterior, la composición de ingresos tiene un mayor peso de ingresos por venta de vehículos.

La segunda fuente de ingresos recurrente de la empresa es el negocio de financiamiento que si bien disminuye en este año, representa alrededor del 7% de los ingresos productivos y constituye el 113% de la utilidad final del período. En nuestro análisis este rubro se suma a los ingresos productivos por considerarlo un ingreso inherente a la operación de la empresa. Este rubro se contrajo en consistencia con la reducción de la cartera promedio y de la tasa de interés.

En este período se suma también un mayor peso de ingresos por diferencial cambiario, originados en el proceso de la compra de los vehículos a Japón, ya que por la forma de negociación entre el momento de la facturación y el día de pago de la misma se generan diferenciales cambiarios que en este período son positivos para la empresa, dada la depreciación del dólar frente al Yen que se ha producido en el período. La empresa está expuesta a riesgo cambiario en la negociación con sus proveedores y por tanto la generación de ingresos en la operación está expuesta a este riesgo. El diferencial cambiario a Nov-10 constituye el 2.4% del total de ingresos productivos de la empresa.

Las proyecciones entregadas por la empresa son alcanzar un total de ventas y servicios de USD 115.739M de las cuales las cifras de Nov-10 representan el 82.5% por lo que podría esperarse que no se alcancen a fin de año.

El margen bruto se mejora respecto a May-10 pero no alcanza aún el nivel de dic-09, se advierte una disminución en comparación con sus históricos, en la que habría influido la devaluación del dólar y el incremento de costos provocados por medidas arancelarias que no fueron trasladados totalmente a los precios finales.



El EBITDA a Nov-10 anualizado es 11.8% mayor al de Dic-09, debido al incremento en unidades vendidas y a un efectivo control de gastos. Los resultados antes de impuestos y participaciones anualizados, se reducen en vista del crecimiento del gasto financiero.

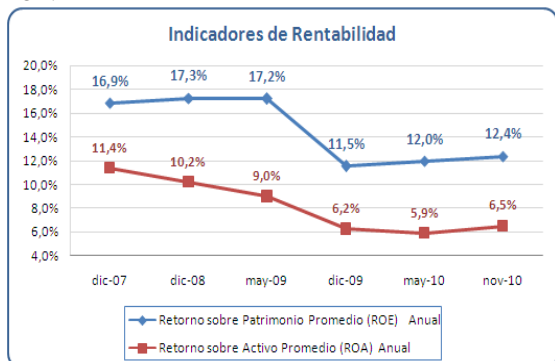
Desde años anteriores el mayor crecimiento de la cartera requirió que se eleven también los gastos de provisiones para la cartera en riesgo, la política de la compañía es mantener una cobertura con provisiones del 1% anual sobre los créditos concedidos en el ejercicio, y que se encuentren pendientes de recuperación al final de cada año, sin que la provisión acumulada pueda exceder del 10% de la cartera total. A Nov-10 el gasto es similar al año anterior y el nivel de cobertura es de 4.37% sobre la cartera bruta.

El gasto financiero de la empresa representa el 2.5% de los ingresos de ventas más ingresos por intereses ganados provenientes del financiamiento a sus clientes, y se eleva en relación con dic-09 debido al incremento de la deuda.

La utilidad final de la empresa a Nov-10 es mayor a la alcanzada a Dic-09 en 5.6%, y anualizando el resultado de Nov-10 se podría esperar que la utilidad del 2010 sea mayor en 15% a la del 2009. Debe notarse sin embargo que los impuestos registrados a nov-10 representan el 65% de aquellos registrados a Dic-09, por lo que las utilidades netas podrían estar sobreestimadas. Consideramos que en este año tampoco se llegaría al resultado proyectado. La utilidad anualizada a Nov-10 (sin ajustar impuestos y participaciones) representa únicamente el 84.6% de la proyectada para fin de año.

La rentabilidad de la empresa 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:



Los indicadores interinos no están ajustados totalmente al impuesto a la renta por lo que pudieran presentar una ligera distorsión.

■ ESTRUCTURA DEL BALANCE

La empresa mantiene una estructura financiera adecuada que se apoya con la reestructuración de pasivos lograda por la colocación de dos emisiones en el mercado de valores, en el año 2008 (USD 12MM), 2009 (USD 5.22MM) y en el 2010 (USD 12MM) que a Nov-10 tienen un saldo por pagar de USD 18.87MM.

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 65% de los activos es decir USD 69.308M de los cuales el 31.5% (USD 21.798M) son de corto plazo, y el resto de la cartera 68.5% 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-10 la cartera vencida es el 3.23% (3.2% a Dic-09) y tiene una cobertura de 138% con provisiones. La cobertura sobre la cartera bruta es de 4.37% que aumenta ligeramente en este período. Es importante señalar que el 61% de la cartera vencida es menor a 60 días por lo que tiene una mayor probabilidad de recuperación. Sin embargo, se debe anotar que estos indicadores no corresponden a la morosidad total sino únicamente a la cartera vencida.

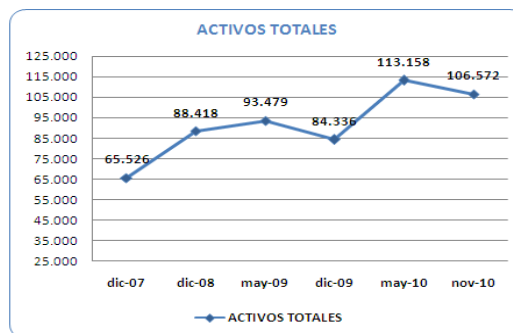
Los Inventarios representan el 17.9% de los activos, en su mayor parte son vehículos y repuestos. El inventario de repuestos es de buena calidad y está controlado técnicamente de acuerdo con las políticas de Toyota Japón.

A nov-10 Depósitos en Bancos y Caja representan el 2.3% del activo. Son depósitos en Ifi's de bajo riesgo en el país. Como se preveía en el seguimiento anterior esta cuenta disminuye por la utilización en financiamiento de sus clientes o cuentas por cobrar comerciales de largo plazo, a lo que se sumó también la disminución de pasivos.

Además está el activo fijo que representa el 9.23% del activo 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 Nov-10 se mantiene una cuenta por cobrar a accionistas por pago anticipado de dividendos, que representa el 2.54% de los activos.



En este período (ene-nov-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, con el mercado de valores y también con accionistas. A Nov-10 en los balances interinos la empresa mantiene también un pasivo de largo plazo por la contabilización de utilidades diferidas de años anteriores que representa el 7.2% del pasivo y patrimonio y el 15% del patrimonio al que podría fortalecer en medida de su realización.

A Nov-10 Teojama mantiene aún la estructura adecuada del balance, y 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 relación con Dic-09 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. Sin embargo, la posición mejora ligeramente en relación con el seguimiento anterior por la generación de utilidades del período.

A Nov-10 el pasivo financia el 50.4% de los activos (43.9% a Dic-09) y el Patrimonio financia el 49.6%. La porción corriente de la deuda con el mercado de valores es el 7.42% y la de largo plazo es el 10.28% del pasivo y patrimonio.

El pasivo total representó el 1.01:1 del patrimonio tangible en nov-10 (0.78:1 en Dic-09). El patrimonio tangible crece en menor proporción que el pasivo total debido al incremento de cuentas por cobrar clientes, anticipos a accionistas y gastos anticipados que no se los considera como activos que respaldan la deuda. Este indicador mejoró en comparación con May-10 debido a la tendencia positiva de los ingresos y de la rentabilidad del período, y se podría esperar que este indicador se mantenga con las cifras de dic-10.

A Nov-10 si bien se observa una mayor generación interna de ingresos, antes del requerimiento del capital de trabajo; el incremento de la deuda presiona la relación EBITDA frente a la deuda financiera total en relación con Dic-09, pero esta presión se reduce en comparación con lo observado a May-10. Esto se revela en el indicador de deuda total sobre EBITDA que pasó de 1.18:1 en Dic-09 a 2.11:1 en Nov-10 y el indicador de deuda neta sobre EBITDA que pasa de 0.93:1 a 1.92:1 en el mismo período este último debido a la reducción de los activos líquidos en el 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 0,87:1.

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 11.9% 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) aju:	dic-07	dic-08	dic-09	may-10	nov-10
EBITDA OPERATIVO	10.169	12.571	11.205	4.355	11.406
(-) Gasto Financiero del período	-800	-499	-1.794	-726	-2.376
(-) Impuesto a la renta del período	-1.785	-3.003	-3.053	-845	-1.994
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operation)	7.584	9.069	6.358	2.784	7.117
(-) Variación Capital de Trabajo	-10.704	-6.755	6.999	-7.151	-15.582
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	-3.120	2.314	13.357	-4.367	-8.466
(+) Ingresos no operativos que impliquen flujo	0	0	7	55	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-4.361	-2.926	-4.423	0	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-257	-1.194	-2.315	-248	-1.663
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-7.738	-2.106	6.626	-4.561	-10.461
FFO MARGIN (FFO/ventas)(%)	8.46%	7.54%	6.92%	6.98%	7.45%

Las relaciones anteriores muestran que la empresa genera EBITDA 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 Nov-10.

Adicionalmente la liquidez está presionada por la salida de fondos para el reparto de dividendos. Las necesidades de financiamiento de corto plazo implicaron 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 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 libres de la empresa.

ACTIVOS	Activos Nov-10	Activos Pignorados	Activos Libres	Activos Diferidos	Activos Garantía General	Activos Esenciales
Activos Líquidos	2.476	0	2.476	0	2.476	
Cuentas por Cobrar Comerciales	69.308	0	69.308	0	69.308	28.000
Hasta 365 días	21.798	0	21.798	0	21.798	
Más de 365 días	47.509	0	47.509	0	47.509	
Inventarios	19.050	0	19.050	0	19.050	
Otras Ctas. Por Cobrar	3.565	0	3.565	0	3.565	
Gastos anticipados	2.210	0	2.210	0	2.210	
Propiedades	9.842	0	9.842	0	9.842	
Inversiones en Otras empresas	121	0	121	0	121	
ACTIVO TOTAL	106.572	0	106.572	0	106.572	28.000
Monto de la Emisión BWR	9.266					
Monto de la 2da. Emisión	9.600					
Total en circulación	18.866					
				Garantía / Emisión	5,65 veces	
				Emisión BWR Activos Esenciales	0,33 veces	

A Nov-10 los activos totales de la empresa suman USD 106.572M. La empresa no tiene activos diferidos ni activos pignorados. La presente emisión que está todavía



en circulación es de USD 9.266M y de la segunda emisión que la empresa ha colocado está en circulación USD 9.600M por lo que el monto de obligaciones en circulación con garantía general es de USD 18.866M. Por lo que los activos que respaldan las emisiones mantienen una cobertura de 5.65:1 veces las emisiones.

Las emisiones de obligaciones que están en el mercado con garantía general representan el 17.7% 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 ocho y seis 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 9.266M. La empresa ha colocado además otra emisión de obligaciones por USD 12MM cuyo saldo en circulación a la fecha es de USD 9.6MM.

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

(Miles de USD)

	dic-07	dic-08	dic-09	may-10	nov-10
RESULTADOS					
Ventas	89.626	120.317	91.901	39.861	95.469
% crecimiento	18,8%	34,2%	-23,6%	4,1%	13,3%
MARGEN BRUTO (%)	29%	22%	24%	21%	23%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación emplead	10.169	12.571	11.205	4.355	11.486
MARGEN EBITDA (%)	11,3%	10,4%	12,2%	10,9%	12,0%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación emplead	10.169	12.571	11.205	4.355	11.486
MARGEN EBITDAR (%)	11,3%	10,4%	12,2%	10,9%	12,0%
Cuota leasing del período	0	0	0	0	0
Depreciaciones , Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en lo	629	935	983	420	1.100
EBIT (incluye en gastos administrativos participación empleados)	9.540	11.636	10.222	3.935	10.386
Gasto Financiero del período	-800	-499	-1.794	-726	-2.376
Impuestos a la renta	-1.785	-3.003	-3.053	-845	-1.994
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leas	6,5%	2,3%	11,5%	6,5%	13,0%
UTILIDAD NETA	6.955	7.834	5.382	2.419	5.685
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	16,9%	17,3%	11,5%	12,0%	12,4%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	11,4%	10,2%	6,2%	5,9%	6,5%
FLUJO DE CAJA					
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización; Provisione	7.584	5.503	6.365	2.839	6.785
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	-10.704	-6.755	6.999	-7.151	-15.582
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	-3.120	-1.252	13.364	-4.312	-8.797
Inversión en Activos Fijos	-257	-1.194	-2.315	-248	-1.663
Otras Inversiones, Neto	0	-36	-12	0	0
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones(incluye ingresos y egresos	-3.377	-2.482	11.037	-4.561	-10.461
Variación Neta de Deuda Financiera	3.350	4.036	-4.777	17.297	13.243
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	4.175	0	0	-81	-81
Pago de Dividendos	-4.361	-2.926	-4.423	0	0
Otros Financiamientos, Neto	-295	148	0	-2.446	-3.091
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Periodo	-509	-1.224	1.837	10.208	-390
Medidas del Flujo de Caja (cash flow measures) ajustadas según FITCH					
EBITDA OPERATIVO	10.169	12.571	11.205	4.355	11.486
(-) Gasto Financiero del período	-800	-499	-1.794	-726	-2.376
(-) Impuesto a la renta del período	-1.785	-3.003	-3.053	-845	-1.994
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período(ingreso manual diferenciando de tot:	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	7.584	9.069	6.358	2.784	7.117
(-) Variación Capital de Trabajo	-10.704	-6.755	6.999	-7.151	-15.582
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	-3.120	2.314	13.357	-4.367	-8.466
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	0	0	7	55	0
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	-300	0	0	-331
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-4.361	-2.926	-4.423	0	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-257	-1.194	-2.315	-248	-1.663
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-7.738	-2.106	6.626	-4.561	-10.461
FFO MARGIN (FFO/ventas)(%)	8,46%	7,54%	6,92%	6,98%	7,45%
(-) cuota leasing del período (ingreso manual - incluido en gastos administrativos)	0	0	0	0	0
EBITDAR OPERATIVO (EBITDA+ CUOTA LEASING DEL PERÍODO)	10.169	12.571	11.205	4.355	11.486
BALANCE					
Caja e Inversiones Corrientes	1.979	755	2.865	13.074	2.476
Activos Totales	65.526	88.418	84.336	113.158	106.572
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye leasing)	10.586	9.022	4.306	11.106	10.406
Pasivo financiero Largo Plazo	3.400	9.000	8.939	19.435	16.082
Financiamiento Leasing	0	0	0	0	0
Obligaciones Financieras Total (ajustada a leasing)	13.986	18.022	13.245	30.542	26.488
Pasivos con Proveedores	452	16.419	17.301	20.558	12.711
Otros Pasivos	6.465	7.911	6.492	12.423	14.471
Pasivos Totales	20.903	42.352	37.038	63.522	53.671
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	44.622	46.066	47.298	49.636	52.902
PATRIMONIO TANGIBLE (se puede arreglar la fórmula manualm	44.055	45.619	46.446	45.463	47.005
Activos restados al Patrimonio para generar patrimonio tangible	567	447	852	4.173	5.897
Capitalización ****	58.608	64.088	60.543	80.177	79.390
Pasivos contingente	0	0	0	0	0
ACTIVO PIGNORADO	0	0	0	0	0
Derechos Fiduciarios	0	0	0	0	0
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones	65.526	88.418	84.336	113.158	106.572
Emisión de Obligaciones en Circulación	0	12.000	13.245	23.419	18.866
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x)	0	7,37	6,37	4,83	5,65
Límite Legal para Emitir Obligaciones	52.421	70.734	67.469	90.527	85.258

(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, p

** Costo de Financiamiento Estimado= Intereses pagados/ Deuda Bancos+Mercado valores+comercial financiera+terceros, relacionados o accion

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

CORPORATIVO

TEOJAMA COMERCIAL

(Miles de USD)	dic-08	may-09	dic-09	may-10	nov-10
INDICADORES FINANCIEROS					
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	25,19	6,51	6,25	6,00	4,83
(EBITDA - Inver.en Activo Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	22,80	4,55	4,96	5,66	4,13
EBITDAR / cargos fijos (intereses y cuota leasing del período)	25,19	6,51	6,25	6,00	4,83
Deuda Financiera Total / EBITDA o EBITDAR (x) Anual	1,43	2,34	1,18	2,92	2,11
Deuda Financiera Neta / EBITDA o EBITDAR (x) Anual	1,37	2,26	0,93	1,67	1,92
Deuda Financiera Total (ajustada a leasing) / FFO (x)	1,99	2,76	2,08	4,57	3,41
(FCF) Flujo de caja libre/ deuda financiera total (ajustada al leasing) (%)	-12%	-36%	50%	-36%	-43%
Deuda Financiera Total ajustada leasing / Capitalización (%)	28,1%	32,0%	21,9%	38,1%	33,4%
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	0%	2%	0%	8%	10%
Deuda Financiera Total ajustada leasing / Pasivo Total (%)	43%	51%	36%	48%	49%
Pasivo Total NO ajustada leasing / Patrimonio (x)	0,92	0,91	0,78	1,28	1,01
Pasivo Total NO ajustado leasing / Patrimonio Tangible (x)	0,92	0,91	0,78	1,28	1,01
Pasivo Total ajustado leasing / Patrimonio (x)	0,92	0,91	0,78	1,28	1,01
Pasivo Total ajustado leasing / Patrimonio Tangible	0,93	0,95	0,78	1,28	1,01
Deuda Financiera/Patrimonio Tangible	0,40	0,49	0,29	0,67	0,56
LIQUIDEZ					
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (ajustado a leasing)	50,1%	36,3%	32,5%	36,4%	39,3%
Caja e Inv. Corrientes / Deuda Financiera Corto Plazo (incluyendo cuota le	8,4%	9,1%	66,5%	118%	24%
FFO / intereses del período (FFO/interest cover)	1917%	651%	454%	483%	400%
CFO / intereses del período (CFO/interest cover)	564%	-256%	845%	-501%	-256%
FFO / cargos fijos (intereses periodo+cuota leasing)	1917%	651%	454%	483%	400%
CFO / cargos fijos	464%	-356%	745%	-601%	-356%
FFO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	1,01	1,00	1,48	0,60	0,75
CFO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0,26	-0,65	3,10	-0,94	-0,89
FFO / Porción Corriente LP (x) Anual	3,02	5,55	1,48	0,51	0,60
CFO / Porción Corriente LP (x) Anual	0,77	-3,59	3,10	-0,80	-0,72
EBITDAR / (Deuda Financiera Corto Plazo + Cuota leasing período) (x) Anu	1,39	1,18	2,60	0,94	1,20
EBITDAR / (Deuda Financ. C. Pzo. + Cuota leasing + Gast fin. período) (x) A	1,47	1,44	4,46	1,12	1,60
EBITDAR / (Porción Corriente Deuda LP + Cuota leasing + Gastos Financier	3,59	3,27	1,84	0,70	0,81
Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0,23	-0,98	1,54	-0,99	-1,10
Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	-0,70	-5,47	1,54	-0,99	-1,10
OTROS INDICES					
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	17.098	24.281	29.247	33.472	20.993
Liquidez Acida (x)	1,02	1,62	1,71	1,40	1,07
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales) / Pasivo Corrie	1,01	1,53	1,68	1,29	0,86
Activo corriente / Pasivo Total (x)	1,16	1,01	1,51	1,08	0,91
Patrimonio / Activo Total (x)	0,52	0,52	0,56	0,44	0,50
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	2	1	1	1	1
Días de cuentas por cobrar	199	287	252	266	251
Rotación de inventarios (x)	6	6	7	4	4
Días de inventarios	63	57	54	93	85
Rotación de cuentas por pagar (x)	6	4	4	3	4
Días de cuentas por pagar	63	92	90	134	92
Rotación Capital de Trabajo	5	3	2	2	4
Días de Capital de Trabajo	66	122	151	160	94
Días de Ciclo de Operación	-133	-131	-65	-65	-150

(x) Índice expresado en número de veces