

V Seguimiento

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 autorización	17-oct-08
Monto Actual:	Serie A1: USD 4,500 M Serie A1: USD 2,612 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: Julio/ 2011

ESTADOS FINANCIEROS A: 31-Mayo-2011

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 auditados a diciembre 2010 y estado financiero interno a mayo 2011 e información adicional presentada por la compañía, el Comité de Calificación de BankWatch Ratings S.A. decidió mantener la calificación de "AA" a la Emisión de Obligaciones descrita.

De acuerdo a la descripción de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, la calificación de **"AA corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una muy alta 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"**.

La calificación otorgada es una calificación en escala local, la cual indica el riesgo de crédito relativo dentro del mercado ecuatoriano y por lo tanto no incorpora el riesgo de convertibilidad y transferencia. La calificación si incorpora los riesgos del entorno macroeconómico y de la industria que podrían afectar positiva o negativamente el riesgo de crédito del emisor y/o de la transacción.

La opinión del comité de calificación se fundamentó principalmente en los siguientes criterios:

La empresa es generadora de flujos operativos positivos generados en su negocio principal y apoyados por el financiamiento a clientes.

Se esperaría que los niveles de EBITDA que a mayo muestra una caída, se recuperen hacia fines de año en función de la estacionalidad del negocio que en el segundo semestre obtiene mayores ingresos y de un buen control de gastos.

Según las proyecciones de la administrador tanto las ventas como los resultados de la empresa para el 2011 serán similares a las del 2010. No se espera una importante expansión de ventas considerando la madurez del mercado que es compartido en un 48% con su competidor principal que mantiene la diferencia.

Se esperaría que los niveles de endeudamiento frente a la generación, que en mayo llega a los niveles más altos registrados históricamente, a fines de año regresen al menos a los niveles del 2010 que ya muestran una tendencia incremental. Estas expectativas se



fundamentan en los ingresos esperados y en que el sobre abastecimiento de inventarios adquirido en el 2010, empiece a realizarse, por lo tanto, las necesidades de capital de trabajo serían menores.

Adicionalmente, nuestras expectativas en cuanto a los niveles de endeudamiento, toman en cuenta que las inversiones en CAPEX en el futuro no serán importantes, y que no se demandará liquidez para el pago de dividendos, según fuimos informados por la administración.

En relación al patrimonio tangible el nivel de endeudamiento es más bien bajo y se reduce por efecto de la revalorización de los activos según los conceptos de la NIIF.

Los menores requerimientos de capital de trabajo, de flujo para el pago de dividendos y de inversiones en CAPEX, mejoraría la capacidad de pago de la empresa, no solo porque no se espera una incremento de deuda, sino porque los recursos generados servirán para cubrir las obligaciones de corto plazo, ya que los recursos generados por la operación cubren la deuda de corto plazo al menos en un 40%.

El riesgo de refinanciamiento de la deuda que se mantendría se mitiga por la calidad de crédito del emisor, sus relaciones con el sistema financiero y la calidad de los accionistas cuyo respaldo se concreta en fuentes de financiamiento.

La Garantía General cubre la emisión en los términos legales.

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 de mejorar participación de mercado 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 para el segmento del transporte, incentivan el cambio de vehículos de transporte público, considerados chatarra, con unidades nuevas, a cambio de bonos.
- Expectativas de crecimiento en el sector de la minería.

DEBILIDADES

- 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.
- Disminución de márgenes brutos por incremento más rápido de costos que de precios, ya que el mercado absorbe lentamente incrementos de precios.

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.

HECHOS RELEVANTES Y SUBSECUENTES

- La Junta de accionistas decidió un incremento de capital social de USD 5.7MM con lo cual el capital pagado llegará a USD 40MM.
- Junta de accionistas decidió también que en los próximos años no se repartirán dividendos a los accionistas.

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 fue renovado enero del 2011 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.

Una segunda línea de negocio adicional importante para la empresa, es la de financiar 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 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.

▪ ESTRUCTURA DEL GRUPO

EMPRESAS RELACIONADAS

Como parte del servicio de post venta mantiene una empresa Talleres y Servicios S.A. (Servitalleres) 100% Teojama. Con lo que se genera también una venta cruzada de repuestos de Teojama que es un rubro importante de las ventas.

▪ ACCIONISTAS Y SOPORTE

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.

▪ ADMINISTRACION Y GOBIERNO CORPORATIVO

La estructura administrativa gerencial cuenta con una adecuada capacidad técnica, experiencia y conocimiento del negocio. Los Directores Gerentes actuales son la Segunda generación de esta empresa.

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 May-11 cuenta con 100 personas, de las cuales el 52% pertenecen el área administrativa, 32% al área de ventas, y el 16% pertenecen a la plana gerencial en la que se incluyen 4 Directores, y 10 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 requirió 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.

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.

ENTORNO MACROECONÓMICO

Favor referirse al anexo #1 adjunto

▪ RIESGO DE LA INDUSTRIA

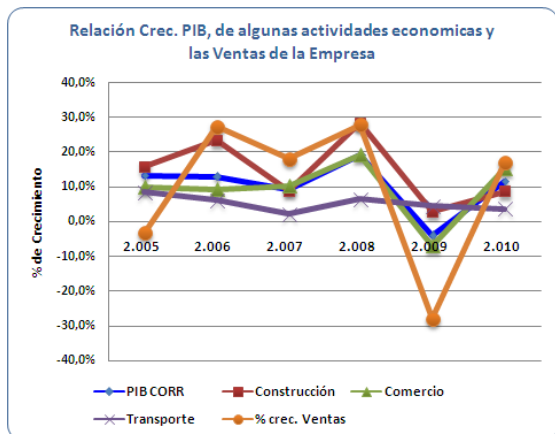
La industria automotriz constituye un sector dinamizador de la economía nacional debido a su estrecha relación con otras industrias como repuestos, combustibles, llantas, lubricantes, talleres y negocios como el asegurador y el financiamiento de consumo.

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 datos de 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.



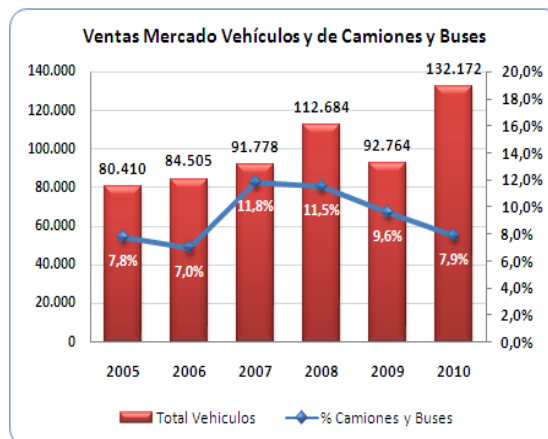
El crecimiento del mercado automotor y especialmente del segmento de vehículos de trabajo depende directamente del crecimiento de la actividad económica en general, especialmente de ramas económicas como la construcción, el transporte y el comercio, cuyas tendencias en muchas ocasiones son similares, pero los comportamientos de corto plazo permiten compensar las ventas de este tipo de vehículos ofreciendo una variedad de productos que se adaptan a las necesidades diferentes de cada una de las ramas y negocios.

En los últimos años el segmento de vehículos de trabajo se ha visto beneficiado por el mantenimiento de una fuerte inversión pública, que ha favorecido la actividad de estas ramas económicas relacionadas.

Para los próximos años se espera que la recuperación del sector de la minería, que espera niveles de inversión importantes, genere también un impulso en la venta de este tipo de vehículos que son parte de sus bienes de capital.

Un factor también determinante ha sido la disponibilidad de crédito, 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. De todas formas, este segmento del mercado es considerado maduro, y el crecimiento de las diferentes empresas depende básicamente de mejorar un grado de participación en disminución de sus competidores.

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



El sector automotor total, como consecuencia de la recuperación del crecimiento económico, en el año 2010 habría alcanzado un nuevo récord de ventas llegando al 132 mil unidades vendidas (42.5% de crecimiento) y las perspectivas para el 2011 serían alcanzar niveles cercanos, manteniendo así un comportamiento estable con perspectivas positivas.

Las ventas de vehículos de trabajo crecen también en 16.5% pero el mayor crecimiento de automóviles hace que su participación sea menor 7.9% a Dic-10.

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. Sin embargo, los vehículos de trabajo no tienen aranceles por lo que su crecimiento depende más bien de la actividad económica y de las facilidades de financiamiento.

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.

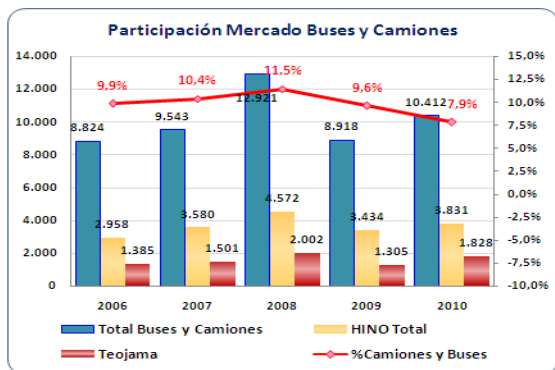
El impuesto a los consumos especiales ICE si es un rubro que ejerce ventajas o desventajas en precios, el impuesto es diferenciado por tipo de vehículo, precio etc. gravando con mayor impuesto a los vehículos de lujo y por lo tanto de mayores precios. Los vehículos de trabajo que representan el nicho 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 vehículos de TEOJAMA están en desventaja por venir del Japón.

POSICIONAMIENTO DE LA EMPRESA

En el 2010 se recuperan las ventas del mercado de vehículos de trabajo (16.5%) en unidades vendidas. Las unidades vendidas de Teojama crecen en 40% y la participación de HINO creció en 11.56%.

¹ <http://www.aeade.net/cifras.htm>



A Dic-2010 la participación de las ventas de Teojama representan el 17.6% de su segmento de mercado los vehículos de trabajo, camiones y buses, y corresponde al 1.38% del mercado total.

Dentro de su nicho de mercado de la Marca Hino Teojama tiene el 47.7% del mercado (38% a Dic-09) y comparte el mercado con Mavesa.

Para este año la empresa proyecta alcanzar un volumen cercano a 1.800 o 1850 unidades, cercano al del año 2010. A mayo se vendieron 715 unidades que representan el 40% de lo esperado para fin año.

ANÁLISIS FINANCIERO

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, 2009 y 2010, y Estado financieros directos a May-11. A dic-10 no presentan salvedades ni limitaciones.

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.

A Dic-10 la empresa presenta ya sus estados financieros auditados bajo normas NIIF y por efectos de comparación se presenta también los estados financieros auditados del 2009 ajustados bajo las normas NIIF.

Los estados financieros a May-2011 no son auditados, y están también bajo normas NIIF, pero basamos nuestro análisis en balances firmados por el Representante Legal de la empresa.

GESTION OPERATIVA

Los ingresos por ventas de la empresa registraron una recuperación importante en el 2010, y en lo que va del año las tendencias se mantienen positivas, a pesar de que las ventas en los primeros meses se vieron afectadas por restricciones en la producción desde Colombia que tuvo que compensar parte de la producción de la planta de Japón.

No obstante, las unidades vendidas hasta May-11 representan aproximadamente el 39% de los vehículos vendidos el año anterior.

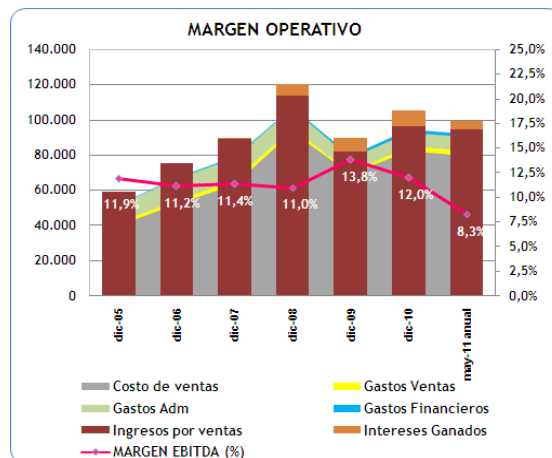
QUITO, ECUADOR	dic-08	dic-09	dic-09	dic-10	may-11
Distrib. de Ventas en USD	106.177	90.028	90.028	103.537	41.325
HINO	91,4%	76,2%	76,2%	86,2%	87,1%
DAIHATSU	8,6%	6,1%	6,1%	0,4%	0,7%
Otras Marcas	0,0%	0,1%	0,1%	0,4%	0,0%
TOTAL VEHICULOS	100,0%	82,5%	82,5%	87,0%	87,8%
Interes financiamiento	0,0%	8,7%	8,7%	5,2%	3,8%
Repuestos	0,0%	8,9%	8,9%	7,8%	8,3%

De igual forma los ingresos por venta de vehículos y por el negocio de financiamiento representan el 40% de los alcanzados a Dic-10. Esperándose que hasta fin de año al menos alcancen el mismo nivel. De acuerdo con su estrategia de negocios, a May-11 la mayor parte de sus ingresos (87.1%) corresponden a las ventas de vehículos de la marca Hino y el 0.7% a vehículos de la marca Daihatsu.

A May-11 el negocio de financiamiento muestra una disminución en su participación al 3.8% (5.2% en Dic-10) en ingresos, originada porque la cartera de los últimos años genera menores intereses que la cartera de los años 2007 y 2008 que ya se vencieron en el año 2010. En nuestro análisis este rubro se suma a los ingresos operativos por considerarlo un ingreso inherente a la operación de la empresa.

Debido a que las compras de inventarios de la empresa en su mayor parte son en Yenes, 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, aunque en este período no hay un efecto importante como en períodos anteriores.

Según la planificación de negocios de la empresa, el total de ventas y servicios a fin del año 2011 serían alrededor de USD 105 Millones, los ingresos a May-10 representan el 39.4%, por lo que se podría esperar que la empresa alcance sus metas de fin de año.

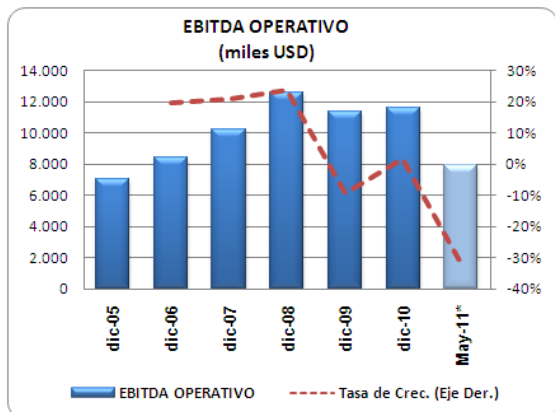


El margen bruto se mejora respecto a Dic-10 y Dic-09, pero mantiene la tendencia a disminuir paulatinamente respecto de sus históricos, debido a la baja flexibilidad



del mercado para absorber rápidamente los incrementos de precios de este tipo de vehículos.

La empresa compensa la disminución del margen bruto con los ingresos de financiamiento que mejoran el margen EBITDA.



El EBITDA a May-11 anualizado es 31.8% menor al de Dic-10, debido a la menor generación de intereses de la cartera, ya que como se había mencionado antes, la cartera del 207 y 2008 que venció en el 2010 generaba mayores intereses que la cartera generada en el 2009 y 2010, a pesar de que la tasa de interés no ha cambiado en este año.

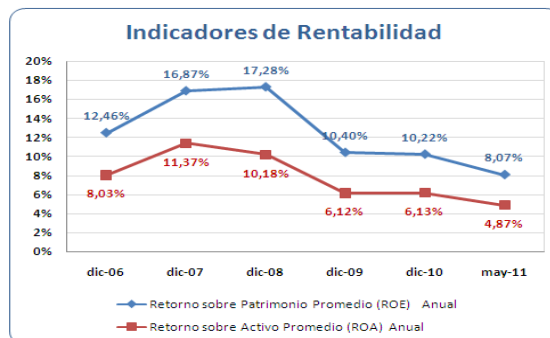
Desde años anteriores el mayor crecimiento de la cartera requirió que se eleven también los gastos de provisiones para la cartera en riesgo, la política de la compañía es mantener una cobertura con provisiones del 1% anual sobre los créditos concedidos en el ejercicio, y que se encuentren pendientes de recuperación al final de cada año, sin que la provisión acumulada pueda exceder del 10% de la cartera total. A May-11 no se ha realizado nuevas provisiones y el nivel de cobertura es de 4.52% (4.47% a Dic-10) sobre la cartera bruta.

Se mantiene el control sobre los gastos de operación, los gastos financieros crecen por el mayor nivel de endeudamiento, y representan el 1.89% de las ventas más intereses ganados.

A may-2011 los resultados anualizados serían 17% menores a los del 2010. Pero la empresa planifica llegar a una utilidad final de alrededor de USD 6.5MM ya que espera que las ventas del segundo semestre sean mejores que las registradas hasta may-2011.

Los indicadores de rentabilidad de la empresa muestran niveles menores debido también al incremento de activos y de patrimonio como efecto de la aplicación de las NIIF. A pesar de ello mantiene niveles aún atractivos dentro del sector y suficientes para la sostenibilidad del negocio.

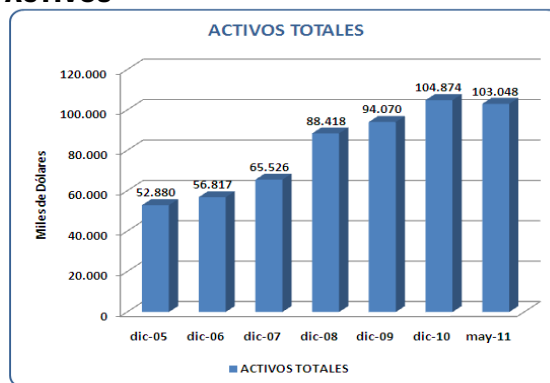
A continuación un gráfico con la evolución del ROA y el ROE:



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

ESTRUCTURA DEL BALANCE

ACTIVOS



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.

Se mantiene la buena calidad de los activos siendo el principal activo de la empresa las cuentas por cobrar a sus clientes que representan el 60.3% de los activos netos, es decir USD 62.17M de los cuales el 27.5% (USD 17.12M) son de corto plazo, y el resto de la cartera 72.5% 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 May-11 la cartera vencida es el 2.8% (3.23% a Nov.10) y tiene una cobertura de 162% con provisiones. La cobertura sobre la cartera bruta es de 4.52% (4.37% a Nov-10) que aumenta ligeramente en este período.

Es importante señalar que el 68% de la cartera vencida es de hasta 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. La empresa contabiliza como cartera vencida la cartera desde un día de su vencimiento contractual.



Los Inventarios representan el 16.7% de los activos, en su mayor parte son vehículos y repuestos. En estos últimos meses la empresa acumuló inventarios como medida de emergencia frente a los problemas que atravesó la planta de producción de Toyota en Japón, inventario que está reduciéndose paulatinamente con las ventas del año.

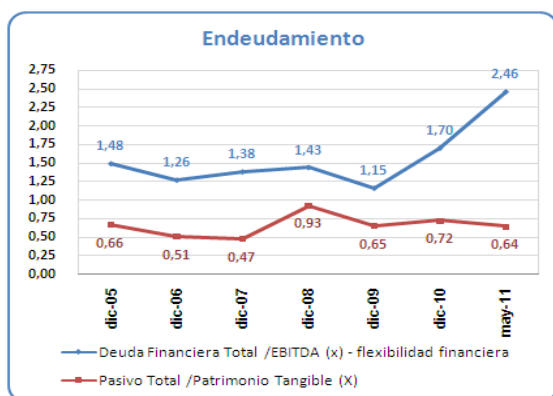
El inventario de repuestos es de buena calidad y está controlado técnicamente de acuerdo con las políticas de Toyota Japón.

A May-11 Depósitos en Bancos y Caja representan el 1.1% del activo. Son depósitos en Ifi's de bajo riesgo en el país. Esta cuenta disminuye por la utilización en capital de trabajo como el pago a proveedores y la disminución de pasivos.

Además está el activo fijo que representa el 19% del activo y está constituido por Propiedades principalmente edificios, terrenos, cuyo valor creció principalmente por la aplicación de las normas NIIF y por las nuevas inversiones de capex que se realizaron los tres años anteriores para ampliar su red comercial de vehículos, bodegas de repuestos y talleres de servicios post ventas. Para este año ya no planifican inversiones mayores.

ENDEUDAMIENTO

La empresa mantiene una estructura financiera adecuada financiada en el 62% (59% a Dic-10) por patrimonio, y 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 May-11 tienen un saldo por pagar según balance de USD 13.753M.



El nivel de endeudamiento en relación con el patrimonio tangible mejora ligeramente en este período, como se observa en el gráfico anterior, debido tanto al crecimiento del patrimonio tangible derivado de las utilidades del ejercicio como también porque en el año 2010 registró un ajuste positivo de alrededor de USD 9MM por la aplicación de las NIIF, y en menor proporción por la disminución del pasivo.

No obstante, la flexibilidad financiera de la empresa, medida en términos del indicador Deuda Financiera

/EBITDA, desmejora, por la reducción del EBITDA, y a pesar de la leve reducción de la deuda financiera.

Sin embargo, la empresa planifica reducir la deuda financiera en los siguientes meses, ya que esperan mejorar la rotación de inventarios e invertir la liquidez de su operación en el pago de deuda financiera de corto plazo.

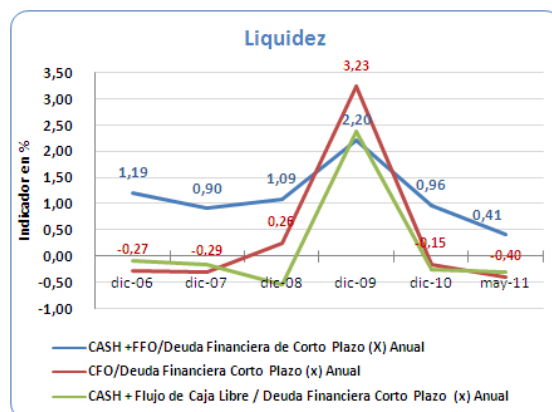
Por lo que es probable que a fin de año el indicador de Deuda Financiera / EBITDA mejore.

Para mantener coherencia con los estados financieros auditados de fin de año, a may-11 se contabilizó la cartera de clientes neta de los intereses no devengados, a pesar de que en los estados financieros interinos la empresa los contabiliza como Pasivos de largo plazo.

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 10.4% del pasivo y patrimonio. La deuda con proveedores no tiene costo de interés.

Desde Dic-10 existe también una deuda con un Accionista que representa el 4.9% del pasivo, esta deuda no tiene plazo de financiamiento ni costo financiero, pero se lo ha considerado de corto plazo a pesar de que la empresa no lo contabiliza como pasivo corriente.

CAPACIDAD DE PAGO Y LIQUIDEZ



La capacidad de pago se reduce en el 2010 y a May-11 debido a que la etapa de expansión de ventas y del financiamiento de clientes, demanda recursos e incremento de deuda financiera en el año 2010 que está siendo reducida paulatinamente.

En este año se sumó un contingente adicional, como se ha mencionado ya anteriormente, que es el aprovisionamiento no recurrente de inventarios para prever escenarios críticos por las dificultades causadas por las restricciones en la producción de la planta de producción de Japón de sus proveedores.

A pesar de la disminución de la generación de ingresos por intereses que se observa en el período, la empresa mantiene la capacidad de cubrir con su flujo de fondos de operación un 41% de la deuda financiera de corto plazo.

No obstante, el capital de trabajo demandó recursos que no pudieron ser cubiertos en su totalidad por el flujo de



operación (FFO) y el flujo de caja operativo fue negativo (CFO) requirió de mayor financiamiento financiero para cubrirlo.

Adicionalmente, se requirió financiamiento para capex. Se debe mencionar que la Gerencia no planifica realizar más inversiones de este tipo en los siguientes períodos.

Las necesidades de financiamiento de corto plazo implicaron que la empresa haya elevado la deuda financiera. Sin embargo, las expectativas para el resto del año son positivas ya que los inventarios están mejorando su rotación, los flujos para capex serán menores a los de años anteriores, y los accionistas han decidido no repartir dividendos como en años anteriores, lo que aliviará los requerimientos de efectivo y por tanto mejoraría la capacidad de pago de la deuda financiera de corto plazo.

ANÁLISIS DE LA GARANTÍA Y RESGUARDOS

Las emisiones tienen garantía general, por tanto están garantizadas con los activos libres de la empresa.

ACTIVOS	Activos Mar-2011	Activos Pignorados	Activos Libres	Activos Diferidos	Activos Garantía General
Activos Líquidos	1.088		1.088		1.088
Cuentas por Cobrar Comerciales	17.117		17.117		17.117
Inventarios	17.159		17.159		17.159
Otras Ctas. Por Cobrar	552		552		552
Gastos anticipados	1.518		1.518		1.518
Cargos Diferidos	302		302	302	0
Propiedades	19.575		19.575		19.575
Inversiones en acciones	639		639		639
Cuentas por Cobrar LP	45.056		45.056		45.056
Impuesto Diferido	0		0	0	0
Activos Diferidos y de Operación	43		43	43	0
Otros Activos no corr.	0		0		0
ACTIVO TOTAL	103.048		103.048	345	102.703
Emisión Calificada BWR	7.113				
Otras Emisiones	7.200				
Monto Emisiones en Circulación	14.313				
Monto en circulación/Garantía					13,9%
Garantía / Emisión					7,18 veces

A May-11 los activos totales de la empresa suman USD 103.048M. La empresa no tiene activos pignorados, y los diferidos por impuestos diferidos y cargos diferidos suman USD 345M. La presente emisión que está todavía en circulación es de USD 7.113M y de la segunda emisión que la empresa ha colocado está en circulación

USD 7.200M por lo que el monto de obligaciones en circulación con garantía general es de USD 14.313M según las tablas de amortización vigentes. Por lo que los activos que respaldan las emisiones mantienen una cobertura de 7.18:1 veces las emisiones.

Las emisiones de obligaciones que están en el mercado con garantía general representan el 13.9% de los activos susceptibles de constituirse en garantía general. Por lo que en términos cuantitativos la garantía general cubre las emisiones mencionadas en los términos legales.

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 diez cupones y ocho cupones de capital e intereses de la Serie 1 y de la Serie 2 respectivamente, y el total de capital en circulación por tanto es de USD 7.113M.

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.

EMPRESA: TEOJAMA COMERCIAL S.A.

(Miles de USD)	dic-06	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	may-11
RESULTADOS						
Ventas	75.465	89.158	114.068	82.282	96.371	39.408
% crecimiento	27,5%	18,1%	27,9%	-27,9%	17,1%	-1,9%
Costos	-52.466	-63.511	-93.328	-69.503	-82.607	-33.246
% crecimiento	29,91%	21,05%	46,95%	-25,53%	18,85%	-3,41%
MARGEN BRUTO (%)	30,48%	28,77%	18,18%	15,53%	14,28%	15,64%
Otros Ingresos Operativos	0,00	468,00	6.249,00	7.922,00	9.092,00	1.979,94
% crecimiento	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	8.423	10.169	12.571	11.380	11.578	3.282
MARGEN EBITDA (%)	11,16%	11,41%	11,02%	13,83%	12,01%	8,33%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	8.423	10.169	12.571	11.380	11.578	3.282
MARGEN EBITDAR (%)	11,16%	11,41%	11,02%	13,83%	12,01%	8,33%
Cuota leasing del período	0	0	0	0	0	0
Depreciaciones, Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los gastos operativos)	1.002	629	935	1.093	838	162
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	7.421	9.540	11.636	10.287	10.740	3.120
MARGEN EBIT (%)	9,83%	10,70%	10,20%	12,50%	11,14%	7,92%
Gasto Financiero del período	-618	-800	-499	-1.659	-1.811	-781
Gasto Financiero/ Ventas + Otros Ingresos Operativos	0,00%	0,89%	0,41%	1,84%	1,72%	1,89%
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing)	5,86%	6,50%	3,12%	12,59%	11,06%	9,61%
Impuestos a la renta	-1.701	-1.785	-3.003	-3.169	-2.833	-703
Impuesto a la Renta Efectivo / Resultado de la Gestión Antes de Impuestos	27,87%	20,42%	27,71%	35,38%	27,02%	25,00%
Ingresos No Operativos/Resultados Antes de Impuestos y Participaciones	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	18,62%
UTILIDAD NETA	4.402	6.955	7.834	5.459	6.096	2.109
Resultado neto de la Gestión/Ventas+ Otros Ingresos Operativos	5,83%	7,76%	6,51%	6,05%	5,78%	5,09%
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	12,46%	16,87%	17,28%	10,40%	10,22%	8,07%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	8,03%	11,37%	10,18%	6,12%	6,13%	4,87%
FLUJO DE CAJA A PARTIR DEL RESULTADO NETO (FLUJO UR)						
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización; Provisiones)	5.404	7.584	8.769	6.552	6.934	2.270
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	-7.478	-10.704	-6.755	7.268	-8.445	-3.948
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	-2.074	-3.120	2.014	13.820	-1.511	-1.678
Inversión en Activos Fijos	-547	-257	-1.194	-1.583	-1.912	-478
Otras Inversiones, Neto	1.505	0	-36	-530	0	0
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos no operativos)	-1.117	-3.377	784	11.707	-3.423	-2.156
Variación Neta de Deuda Financiera	171	3.350	4.036	-4.910	6.533	-268
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	0	0	0	0	0	0
Pago de Dividendos	677	-187	-6.391	-4.423	-2.160	0
Otros Financiamientos, Neto	706	-295	347	-265	-824	537
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período	438	-510	-1.223	2.109	126	-1.887
Medidas del Flujo de Caja (cash flow measures) ajustadas según FITCH						
EBITDA OPERATIVO	8.423	10.169	12.571	11.380	11.578	3.282
(-) Gasto Financiero del período	-618	-800	-499	-1.659	-1.811	-781
(-) Impuesto a la renta del período	-1.701	-1.785	-3.003	-3.169	-2.833	-703
(-) Dividendos " preferentes " pagados en el período (ingreso manual diferenciando de total div pagados	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	6.104	7.584	9.069	6.552	6.934	1.798
(-) Variación Capital de Trabajo	-7.478	-10.704	-6.755	7.268	-8.445	-3.948
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	-1.374	-3.120	2.314	13.820	-1.511	-2.151
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	0	0	0	0	0	616
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	-700	0	-300	0	0	-143
(+ o -) Ajustes no operativos que no impliquen flujo	0	0	0	0	0	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	677	-187	-6.391	-4.423	-2.160	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-547	-257	-1.194	-1.583	-1.912	-478
(-)Otras Inversiones neto	1.505	0	-36	-530	0	0
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-440	-3.564	-5.606	7.284	-5.583	-2.156
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	171	3.350	4.036	-4.910	6.533	-268
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	706	-295	347	-265	-824	537
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	438	-510	-1.223	2.109	126	-1.887
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	2.051	2.489	1.979	755	2.865	2.977
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL FIN DEL PERÍODO SEGÚN HOJA	2.489	1.979	756	2.864	2.991	1.090
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL FIN DEL PERÍODO SEGÚN BALANCE	2.489	1.979	755	2.865	2.977	1.088
COMPROBACION CAJA Y EQUIVALENTES DE CAJA	-0	0	1	-1	14	3
FFO MARGIN (FFO/ventas + otros ingresos operativos)(%)	0	0	0	0	0	0
(-) cuota leasing del período (ingreso manual - incluido en gastos administrativos)	0	0	0	0	0	0
EBITDAR OPERATIVO (EBITDA+ CUOTA LEASING DEL PERÍODO)	8.423	10.169	12.571	11.380	11.578	3.282
BALANCE						
CAJA Y EQUIVALENTES DE CAJA						
Activos Totales	56.817	65.526	88.418	94.070	104.874	103.048
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye AJUSTES)	5.117	10.586	9.022	4.276	10.308	13.066
Pasivo financiero Largo Plazo	5.520	3.400	9.000	8.836	9.337	6.311
Financiamiento Leasing	0	0	0	0	0	0
Contingentes que deban ser considerados como deuda financiera	0	0	0	0	0	0
Otros Ajustes	0	0	0	0	0	0
Obligaciones Financieras Total (AJUSTADAS) Esta es la línea que va a los indicadores	10.637	13.986	18.022	13.112	19.645	19.377
Pasivos con Proveedores	0	452	16.419	17.301	13.986	10.749
Otros Pasivos	8.325	6.465	7.911	5.971	9.596	9.169
Pasivos Totales	18.962	20.903	42.352	36.384	43.227	39.295
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	37.855	44.623	46.066	57.686	61.647	63.753
PATRIMONIO TANGIBLE						
Activos restados al Patrimonio para generar patrimonio tangible	419	567	447	1.537	1.969	2.752
Capitalización ****	48.491	58.609	64.088	70.798	81.292	83.130
Contingentes	0	0	0	0	0	0
Pasivos fuera de Balance	0	0	0	0	0	0
GARANTÍA GENERAL						
Activos Pignoraos	0	0	0	0	0	0
Activos diferidos	0	0	0	392	43	43
Inventarios perecibles	0	0	0	0	0	0
Otros activos que deban ser restados	0	0	0	225	246	302
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones	56.817	65.526	88.418	93.678	104.831	102.703
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones Ajustado	0	65.526	88.418	93.453	104.585	102.703
Emisión de Obligaciones en Circulación	0	0	12.000	12.976	18.066	13.753

EMPRESA: TEOJAMA COMERCIAL S.A.

(Miles de USD)

INDICADORES FINANCIEROS

COBERTURA DEL GASTO FINANCIERO Y LEASING

	dic-06	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	may-11
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	13.63	12.71	25.19	6.86	6.39	4.20
(EBITDA - Inver.en Act. Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	12.74	12.39	22.80	5.91	5.34	3.59
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	0.49	12.71	25.19	6.86	6.39	4.20
FFO/intereses del período (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera	10.88	10.48	19.17	4.95	4.83	3.30
CFO/intereses del período (CFO INTEREST COVER)	-1.22	-2.90	5.64	9.33	0.17	-1.75
FFO/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	10.88	10.48	19.17	4.95	4.83	3.30
CFO/cargos fijos	1362.9%	-390.0%	463.8%	833.0%	-0.83	-2.75

APALANCAMIENTO

Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	1.26	1.38	1.43	1.15	1.70	2.46
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	2.25	1.18	1.37	0.90	1.44	2.32
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ FFO (x)	-0.04	1.84	1.99	2.00	2.83	4.49
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	0.22	0.24	0.28	0.19	0.24	0.23
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	0.33	0.23	0.00	0.01	0.01	0.02
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Pasivo Total (x)	0.50	0.67	0.43	0.36	0.45	0.49
Pasivo Total NO AJUSTADO/ Patrimonio Tangible (x)	0.50	0.47	0.93	0.65	0.72	0.64
Pasivo Total AJUSTADO/ Patrimonio Tangible (x)	0.51	0.47	0.93	0.65	0.72	0.64
Deuda Financiera AJUSTADA/ Patrimonio Tangible (x)	0.00	0.32	0.40	0.23	0.33	0.32
porcentaje dividendo pagado en el período/ut del año anterior	2.25	0.04	0.92	0.00	0.00	0.00

LIQUIDEZ

Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (Ajustada)	-2.22	0.76	0.50	0.33	0.52	0.67
FFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0.27	0.72	1.01	1.53	0.67	0.33
FFO/ Porción Corriente LP (x) Anual	0.00	#DIV/0!	3.02	1.58	0.79	0.58
CASH + FFO/ Deuda Financiera de Corto Plazo (x) Anual	1.19	0.90	1.09	2.20	0.96	0.41
CFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0.27	-0.29	0.26	3.23	-0.15	-0.40
CFO/ Porción Corriente LP (x) Anual	#DIV/0!	#DIV/0!	0.77	3.34	-0.17	-0.69
CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0.09	-0.15	-0.54	2.37	-0.25	-0.31
CASH+ Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	#DIV/0!	#DIV/0!	-1.62	2.45	-0.30	-0.55

Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	21.187	43.231	17.098	29.173	17.971	5.872
Liquidez Ácida (x)	2.24	3.28	1.02	1.72	0.98	0.65
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales)/ Pasivo Corriente (x)	2.22	3.25	1.01	1.69	0.93	0.57
Activo corriente / Pasivo Total (x)	1.77	2.85	1.16	1.53	1.17	0.96
Patrimonio / Activo Total (x)	0.67	0.68	0.52	0.61	0.59	0.62
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	1.72	1.68	1.71	1.28	1.48	1.45
Días de cuentas por cobrar	209	214	210	282	243	249
Rotación de inventarios (x)	9.13	10.69	5.71	6.70	4.40	4.61
Días de inventarios	39	34	63	54	82	78
Rotación de cuentas por pagar (x)	#DIV/0!	140.47	5.68	4.02	5.91	7.42
Días de cuentas por pagar	#DIV/0!	3	63	90	61	48
Rotación Capital de Trabajo	248%	147%	546%	238%	460%	1359%
Días de Capital de Trabajo	145	245	66	151	78	26
Días de Ciclo de Operación	#DIV/0!	-0	-144	-95	-186	-252
Activo corriente / Pasivo corriente	0%	364%	153%	210%	155%	118%

(x) Índice expresado en número de veces