

## Décima Emisión de Obligaciones a Largo Plazo – Teojama Comercial S.A.

Comités No: 244-2024	Fecha de Comité: 21 de agosto de 2024		
Informe con Estados Financieros no auditados al 30 de junio de 2024	Quito – Ecuador		
Ing. Marco Lasso (593) 4501-643	mlasso@ratingspcr.com		
Instrumento Calificado	Calificación	Revisión	Resolución SCVS
Décima Emisión de Obligaciones a Largo Plazo	AA+	Inicial	N/A

### Significado de la Calificación

**Categoría AA:** Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una muy buena capacidad del pago de 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 pertenecen y en la economía en general.

*La categoría de calificación descrita puede incluir signos de más (+) o menos (-). El signo de más (+) indicará que la calificación podría subir hacia su inmediata superior, mientras que el signo menos (-) adverá descenso a la categoría inmediata inferior. La información empleada en la presente calificación proviene de fuentes oficiales; sin embargo, no garantizamos la confiabilidad e integridad de la misma, por lo que no nos hacemos responsables por algún error u omisión por el uso de dicha información. Las calificaciones de la Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A. constituyen una evaluación sobre el riesgo involucrado y una opinión sobre la calidad crediticia, y la misma no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio"*

### Racionalidad

En Comité de Calificación de Riesgo, PCR decidió mantener la calificación de "AA+" a la **Décima Emisión de Obligaciones a Largo Plazo de Teojama Comercial S.A.** con información al 30 de junio de 2024. La calificación está fundamentada en la trayectoria, experiencia y posicionamiento del emisor en el mercado; así como, el prestigio de las marcas que comercializa en el país. La utilidad neta crece interanualmente de manera importante gracias a un mejor margen bruto y menores gastos financieros. Aunado a esto, los indicadores de rentabilidad reflejan números positivos que mejoran frente a junio del 2023. Adicionalmente, la redistribución de la deuda financiera permite observar los indicadores de liquidez más altos en los últimos 5 años y una optimización en los gastos financieros. También se destaca que el emisor cuenta con flujos que le han permitido cumplir con sus obligaciones del mercado de valores y presentar indicadores de solvencia saludables. Por último, la emisión cuenta con una garantía general y un mecanismo de fortalecimiento que la respalda.

### Resumen Ejecutivo

- Posicionamiento y trayectoria en el mercado automotriz nacional.** Teojama Comercial S.A., es una compañía que, se constituyó el 17 de diciembre de 1963 ante el Notario Primero de la ciudad de cuenca, e inscrita en el Registro Mercantil del mismo cantón el 20 de diciembre de 1963. La empresa se estableció con el objetivo de importar y distribuir vehículos automotrices en el sector del transporte pesado. En la actualidad, se encarga de la distribución de camiones y buses (chasis) Hino, y hasta 2013, también distribuía vehículos Daihatsu para el mercado ecuatoriano (ambos pertenecientes al Grupo Toyota). La empresa cuenta con 10 sucursales propias y complementa su cadena de ventas con las empresas Miral, Importadora Tomebamba, Toyocosta y Super Dealer, las cuales tienen cinco centros de distribución adicionales.
- Mayores utilidades registradas en los últimos 2 años y mejora en los indicadores de rentabilidad.** El emisor atravesaba una difícil situación por el crítico contexto económico del país, no obstante, a partir del año 2022 se observa una mejora sostenida en los resultados gracias al eficiente manejo derivado de su amplia trayectoria. En este sentido, si bien las ventas de la compañía decrecen ligeramente, sus costos disminuyen en mayor proporción, permitiéndole tener una mayor utilidad bruta y un mejor margen de costo de ventas / ventas. Seguidamente, se observa mayor eficiencia en los gastos operativos, donde la reducción de gastos de venta es mayor al incremento de gastos administrativos, lo que permitió también generar menor pérdida operativa a la registrada en junio del 2023. Seguidamente, se observa una importante contracción interanual de gastos financieros por la redistribución de la deuda del corto al largo plazo, lo cual permitió registrar un resultado neto positivo, aún con la disminución de otros ingresos e ingresos financieros, siendo un beneficio de tal magnitud que generó la mayor utilidad en los últimos 2 años. Bajo este orden de ideas, los indicadores de rentabilidad exhiben valores positivos y una importante mejora frente a junio del 2023
- Históricos niveles saludables de liquidez:** durante los últimos 5 años, Teojama Comercial S.A. ha presentado niveles de liquidez saludables con un promedio superior a la unidad. En la presente revisión, el indicador mejora notablemente frente a junio del 2023 gracias al crecimiento del activo corriente y a la contracción del pasivo corriente por la redistribución de la deuda financiera hacia el largo plazo, de este modo, se presenta la liquidez más alta registrada en los últimos 5 años. Paralelamente, analizando la prueba ácida, donde no se consideran los inventarios, el emisor registra también una evolución interanual positiva, y del mismo modo, el indicador más fuerte en el periodo de análisis. Adicionalmente, la empresa exhibe un crecimiento en su capital de trabajo, gracias a los menores niveles de deuda financiera a corto plazo mencionados. Dentro de estas obligaciones se incluyen las cartas de créditos que constituyen avales emitidos por el Banco para la compra de inventario de vehículos a C.I "Toyota Tsusho de Colombia S.A.S las cuales

son respaldadas a través de Bancoldex de Colombia a plazos de 360 días, finalmente es importante mencionar que la liquidez del emisor se distorsiona por estos avales, debido a que esta deuda es refinaciada con bancos locales a plazos de 2 años con dividendos mensuales y vencimiento al año, ocasionando así que el flujo de efectivo no esté sujeto a presión de un año.

- **Redistribución de la deuda financiera y cancelación de otras obligaciones:** Al cierre de la primera mitad del 2024, el emisor reorienta su deuda financiera, cancelando una parte de aquella que está al corto plazo y adquiriendo obligaciones en el largo plazo, lo que le ha permitido una optimización en sus gastos financieros, su liquidez, etc. Adicionalmente, se observa la cancelación de otras obligaciones en el corto plazo como proveedores, trabajadores, entre otros. Con relación a su capacidad de pago, al emisor le tomaría 10 años cubrir su deuda financiera con su EBITDA sensibilizado y anualizado, cifra que mejora pues es inferior a su periodo similar del año anterior (11 años).
- **Niveles de apalancamiento saludables y resguardo de resultados acumulados:** Teojama Comercial S.A mantiene un nivel deuda financiera considerablemente alto, pues este representa el 86,88% del total de pasivos, misma que exhibe un crecimiento sostenido los últimos 5 años cuya tendencia se mantiene a la fecha de corte. Por otra parte, el patrimonio también crece a junio del 2024, en niveles similares a la deuda financiera, de este modo, la relación de deuda financiera sobre patrimonio se mantiene casi constante respecto a junio del 2023. Adicional, la entidad muestra niveles adecuados de apalancamiento<sup>1</sup>, y de endeudamiento<sup>2</sup> gracias al fortalecimiento del patrimonio en mayor proporción al crecimiento del pasivo, pues las cifras de resultados acumulados se mantienen en buenos niveles como respuesta ante las crisis atravesadas los últimos años.
- **Mecanismo de fortalecimiento:** A la fecha del periodo de análisis es importante mencionar que, durante la presente emisión la Compañía cuenta con un mecanismo de fortalecimiento que consiste en un Fideicomiso de garantía donde la cartera y los recursos que integran el patrimonio autónomo de este mecanismo, sirvan como garantía de la cancelación y fuente de pago de las obligaciones, registrando una cobertura de más del 100% del saldo de capital e intereses, evidenciando de esta manera el fuerte compromiso del emisor con sus inversionistas.
- **Experiencia en presencia bursátil en el mercado de valores:** Se menciona que desde el año 2010 el emisor ha mantenido instrumentos en el mercado de valores con nuevas emisiones de obligaciones de largo plazo cumpliendo en tiempo y forma con las obligaciones.

## Factores Clave

### Factores que podrían mejorar la calificación

- Crecimiento sostenible de los ingresos operacionales en el tiempo.
- Mantener un control de los gastos operacionales y financieros
- Mantener niveles de liquidez sobre la unidad en períodos consecutivos

### Factores que podrían reducir la calificación

- Disminuir flujos generados por otros ingresos que corresponde a créditos directos y dispositivos
- Reducción de utilidad neta que disminuyan los indicadores de rentabilidad en caso de no mantener el crecimiento de los ingresos operacionales.
- Incremento del nivel de apalancamiento sobre el 2%.

## Riesgos Previsibles en el Futuro de mercado

- El emisor se desenvuelve en un mercado altamente regulado y competitivo, sector que en años atrás estuvo expuesto a limitaciones de cupos de importación y sobretasas arancelarias.
- Considerando el sector comercio en donde se desenvuelve el emisor y la oferta vehículos los cuales vienen a ser bienes suntuarios, se concluye que, el emisor muestra un grado de sensibilidad de las ventas ante situaciones de stress en la economía.
- El mercado automotor chino cada vez sigue ganando mayor participación en Ecuador, de las 117 marcas de vehículos disponibles en Ecuador, 61 son chinas representando el 52% del total de las marcas, sin embargo, no se puede competir con la calidad, prestigio y posicionamiento de la marca HINO.

### Riesgos Previsibles en el Futuro de la empresa

- Incremento de impuestos, tasas y aranceles que puede afectar al giro del negocio. Cabe indicar que los buses y camiones son bienes de capital de transporte y distribución comercial, adicionalmente no se cancela el Impuesto a la Salida de Divisas.
- Morosidad de la Cartera: La gestión financiera de Teojama Comercial S.A. podría enfrentar desafíos en la morosidad de la cartera, por la coyuntura del país y la capacidad de pago de los clientes, esto se mitiga por la sólida experiencia y los análisis rigurosos para la concesión de créditos. Adicionalmente la compañía asignó empresas especializadas en la recuperación de la cartera vencida además de contar con una unidad interna de cobranzas y gestión.

<sup>1</sup> Pasivo Total/ Patrimonio

<sup>2</sup> Pasivo total – efectivo y equivalente de efectivo – inversiones financieras / Patrimonio.

- Contracción en las Líneas de Crédito: En caso de una contracción en las líneas de crédito disponibles, la empresa dependerá en gran medida de la generación de ingresos propios a través del financiamiento a los clientes para mantener su flujo de efectivo. Este riesgo es mitigado por la relación que mantiene con uno de sus principales proveedores con quienes mantienen una línea de crédito desde hace 50 años adicionalmente de contar con el apoyo continuo de sus accionistas como fuente de financiamiento.
- Riesgos de Mercado debido a la devaluación de Monedas: Los riesgos de mercado podrían surgir debido a la apreciación de monedas como el yen. Sin embargo, la estrategia de financiamiento directo a los clientes podría ayudar a mitigar estos riesgos al proporcionar a la compañía la capacidad de generar recursos propios; y, por el incremento en la participación de vehículos de origen chino, la Compañía contrata forwards para mitigar la volatilidad del yen.

### **Aspectos de la Calificación**

---

La calificación de riesgo otorgada al instrumento se basó en la evaluación de los siguientes aspectos:

#### **Entorno Macroeconómico**

Desde inicios de 2018, la reducción del gasto de consumo final del gobierno ha generado una considerable desaceleración del PIB debido a la dependencia de la economía nacional hacia el sector público. Si bien, este comportamiento se mantuvo durante el año mencionado y a principios del 2019, la contracción se acentuó durante los dos últimos trimestres del 2019 producto de las manifestaciones de octubre, ocasionadas por la propuesta del ejecutivo de eliminar el subsidio a los hidrocarburos; seguidamente, cuando el país estaba tratando de conseguir la senda del crecimiento en el 2020, surge en China la propagación del virus Covid-19, el cual por su alta tasa de contagio logra diseminarse por todo el mundo; generando la paralización económica en la mayoría de países a nivel mundial. Por lo anterior, Ecuador no fue inmune al impacto negativo en su economía, el cual registró una caída del 7,75% de su Producto Interno Bruto, impulsado principalmente por el decrecimiento de la inversión, la disminución del consumo final de hogares, gobierno general y la contracción de las exportaciones de bienes y servicios.

A principios del 2021, la paulatina reapertura de los establecimientos y el inicio de los planes de vacunación, permitieron que la economía local comience a recuperarse. El 24 de mayo del mismo año, Guillermo Lasso fue elegido presidente electo por el Ecuador, la estabilidad política generó una confianza en el mercado y, es así como, al segundo semestre, el PIB creció en 4,24 p.p. frente a lo reflejado el año anterior, con lo cual superó la proyección de 3,55% realizada por el Banco Central del Ecuador. El desempeño obtenido, responde al incremento del Gasto de Consumo Final de los Hogares, causando una recuperación de las actividades económicas y productivas en el país.

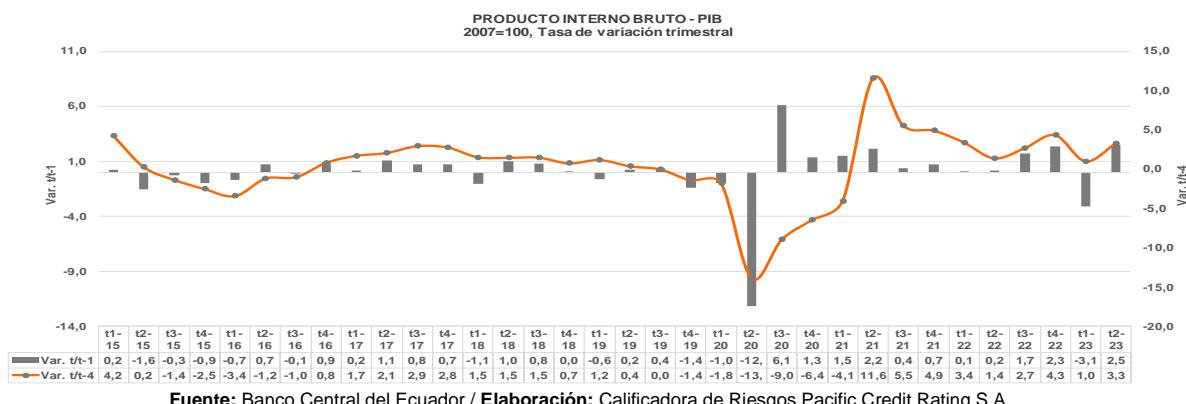
En el mes de marzo 2022, iniciaron los conflictos bélicos entre Rusia y Ucrania, lo que afectó negativamente al dinamismo económico global, como por ejemplo el canal de comercio internacional, tanto en importaciones y exportaciones, flujo de pagos, por lo que las transacciones con el mercado euroasiático se ralentizaron, se considera que hasta el 2021, Rusia era el tercer país de destino de exportaciones no petroleras, específicamente de banano, camarón y flores. De manera similar, el costo del transporte marítimo se encareció, causando un aumento en el costo de la materia prima. Por otro lado, Rusia se vio afectado a nivel de exportaciones de petróleo, lo que repercutió positivamente sobre los ingresos del Estado ecuatoriano, percibiendo US\$ 144,20 millones adicionales por cada dólar en que se incrementa el precio del crudo por encima del precio estipulado en la proforma General del Estado.

A inicios del segundo semestre de 2022, la economía nacional tuvo afectaciones importantes que generaron una interrupción de las actividades productivas y cotidianas causadas por las movilizaciones. Los efectos, a junio, sumaron US\$ 1.115,40 millones, de los cuales US\$ 1.104,80 millones corresponden a pérdidas y el restante a daños. Los cinco sectores que tuvieron mayores afectaciones fueron: energía e hidrocarburos US\$ 329,70 millones, comercio con US\$ 318,10 millones, industria con US\$ 227,40 millones, agricultura con US\$ 80,40 millones y turismo con US\$ 56,20 millones.

Para el cuarto trimestre de 2022, la economía nacional demostró un dinamismo positivo de 2,95 p.p., alcanzando un PIB de US\$ 71.125,24 millones, lo cual se ubica 0,2 p.p. por encima de lo esperado según la revisión del Banco Central realizada durante el tercer trimestre del mismo año. Este incremento es una muestra de la recuperación de la economía nacional posterior a las paralizaciones llevadas a cabo en el mes de junio. En términos generales, el crecimiento obtenido es resultado de un incremento interanual de 2,52 p.p. en el Gasto del consumo Final del Gobierno en 7,60% Gasto de Consumo Final de los Hogares en +3,80% y Formación Bruta de Capital fijo en 2,50%.

Para el segundo trimestre de 2023, se destaca que el PIB experimentó un crecimiento de 3,3% en comparación con el mismo período del año anterior. Dicho dinamismo, fue impulsado principalmente por el gasto del gobierno (+6,4%), consumo de los hogares (+4,3%) y la Formación Bruta de Capital Fijo en +3,8%. Se destaca principalmente el crecimiento del Gasto del Gobierno el cual se dio principalmente por compra de bienes y servicios; así como, el pago de remuneraciones del sector salud y educación; así mismo, el consumo de los hogares se expandió principalmente por un mayor nivel de remesas y operaciones de créditos de consumo y por último la Formación Bruta de Capital Fijo, se vio influenciada positivamente por una mayor compra de maquinarias y equipos de transporte.

Adicionalmente, se pudo observar un incremento del 6,2% en las importaciones, a causa de una mayor adquisición de maquinarias, equipos eléctricos, productos químicos y equipos de transporte; por otra parte, las exportaciones experimentaron una ligera caída del 0,2%, debido a la caída en la venta de petróleo, pescado elaborado y minerales metálicos y no metálicos

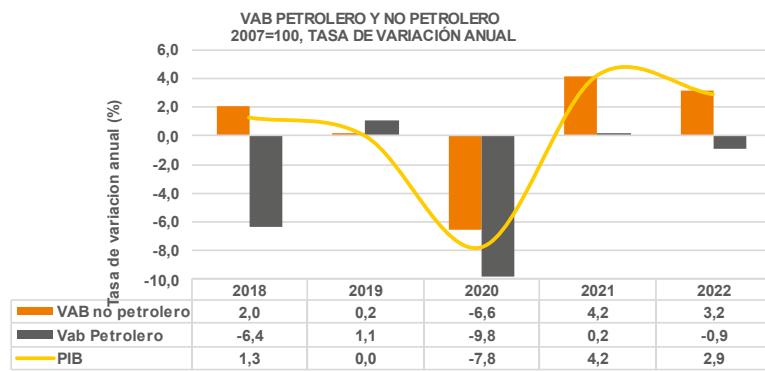


En cuanto a las industrias, 15 de los 18 sectores reportaron crecimientos; siendo los más importantes suministros de electricidad y agua que creció en un 10,8%; seguido de acuicultura pesca y camarón con el 10,5%, enseñanza y servicios sociales con el 8,5%, correo y comunicaciones con el 7,5% y Administración Pública en 4,3%; en contraposición los sectores que reportaron unas caídas fueron: pesca excepto camarón con el -6,4%, servicio doméstico con -2,3% y refinación del petróleo con -1,8%.

El 10 de mayo de 2023, fue firmado el Tratado de Libre Comercio Ecuador – China, siendo este el primer acuerdo comercial que el Ecuador suscribe con un país asiático. En el cual, se contempla 17 disciplinas y es considerado de última generación ya que contiene un capítulo de comercio electrónico. En materia de bienes, el intercambio comercial entre ambos países alcanzó alrededor de los US\$ 12.000 millones para el 2022. Las exportaciones alcanzaron los US\$ 5.823 millones, sobresaliente productos como el camarón, el concentrado de plomo y cobre, otros productos mineros, banano, balsa, madera y sus elaborados, cacao, entre otros. Se registraron importaciones por un monto aproximado de US\$ 6.353 millones, en productos como: manufacturas de metales, automóviles, teléfonos celulares, computadoras, máquinas y sus partes, entre otros. Es importante mencionar que, el 77% de las importaciones provenientes de China se centran en materias primas, insumos, bienes de capital y combustibles, elementos necesarios para la producción.

Con la negociación del TLC Ecuador- China hay varios beneficios para las exportaciones de Ecuador; una vez que este acuerdo entre en vigencia. El primer beneficio es el acceso real a la oferta exportable actual y en mejores condiciones a un mercado de 1.400 millones de consumidores. A su vez, este acuerdo permite equiparar las condiciones de competencia con los países vecinos (Perú, Centro América) que ya tienen acuerdo con China. Dicho instrumento será revisado y aprobado por la Corte Constitucional.

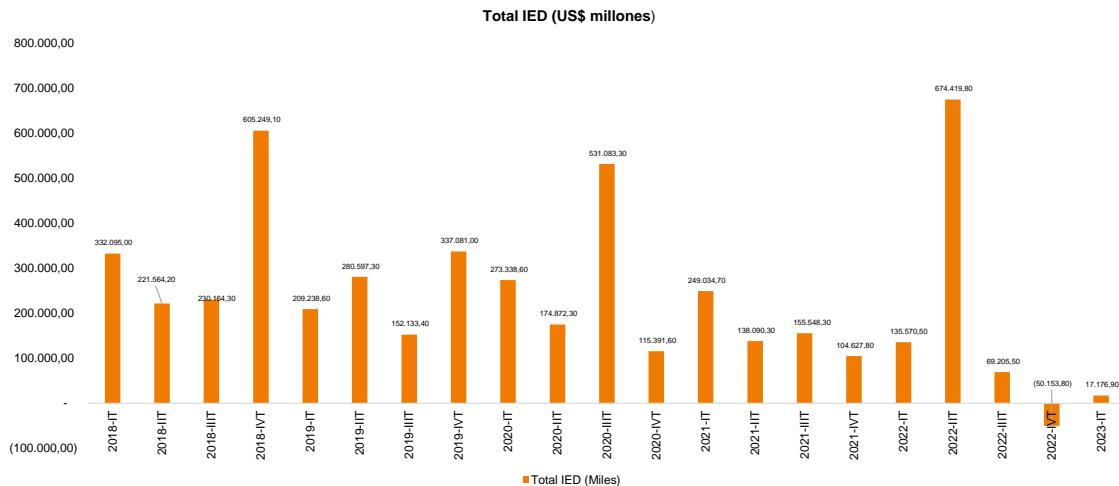
El 17 de mayo de 2023, el Presidente de Ecuador, Guillermo Lasso, mediante decreto ejecutivo 741 resolvió la disolución de la Asamblea Nacional y solicitó la convocatoria de nuevas elecciones, las cuales se llevarán a cabo en agosto del mismo ejercicio fiscal. La decisión del mandatario se enmarca en un mecanismo constitucional conocido como muerte cruzada, causando que el riesgo país se ubique en 1.832 puntos. El desosiego sobre la gobernabilidad del estado, genera incertidumbre en el mercado ecuatoriano y en la atracción de inversión extranjera, es así como, el EMBI ha mantenido una tendencia al alza cerrando a junio 2023 en 1.902 puntos.



### Inversión Extranjera Directa (IED)<sup>3</sup>

Al primer trimestre de 2023, se observa que la inversión Extranjera Directa presenta un aumento de US\$ 17,18 millones, comportamiento que se atribuye a un incremento de las acciones y otras participaciones de capital.

Al analizar por rama de actividad económica, la IED exhibió una desinversión en tres de las nueve actividades reportadas por el Banco Central del Ecuador. Bajo esta premisa, el sector de industria manufacturera y servicios comunales, sociales y personales presentaron un comportamiento al alza. De manera opuesta, el sector de explotación de minas y canteras es el que se ha visto más perjudicado al registrar la mayor contracción interanual de -90,03% (US\$ -45,29 millones) respecto al año anterior, seguidamente de servicios prestados a las empresas, comercio; entre otros. Es importante mencionar que, la situación política y en materia de seguridad ha generado incertidumbre a los inversionistas, lo cual dificulta la atracción de nuevos capitales.



Fuente: Banco Central del Ecuador / Elaboración: Calificadorada de Riesgos Pacific Credit Rating S.A.

Es importante destacar que, la IED solo consideran los nuevos capitales que ingresan al país, por lo que los flujos de IED de años anteriores pueden estar reinvertidos ya que al generarse en el país no se consideran como IED. En cuanto a las actividades en las que se evidencia un crecimiento del capital extranjero de manera interanual. A continuación, se presenta un detalle de la inversión extranjera directa del último año.

Participación por industria	2022-IIIT	2022-IWT	2022-IIIT	2022-IWT	2023-IT
Agricultura, silvicultura, caza y pesca	15,617,30	(128,50)	24,929,40	20,605,50	475,20
Comercio	39,807,80	7,701,70	11,483,00	8,408,20	8,487,20
Construcción	534,00	192,70	3,616,90	1,163,90	(303,70)
Electricidad, gas y agua	2,253,90	88,20	5,256,50	(145,90)	(1,799,70)
Eexploitación de minas y canteras	50,307,90	(111,459,60)	(27,238,70)	(101,857,20)	5,013,40
Industria manufacturera	3,787,70	222,90	17,111,00	46,098,30	15,718,80
Servicios comunales, sociales y personales	(8,402,00)	8,10	0,40	32,40	1,015,90
Servicios prestados a las empresas	16,208,50	752,852,10	31,410,00	1,365,40	(26,263,00)
Transporte, almacenamiento y Comunicaciones	15,455,40	24,942,20	2,637,00	(25,824,40)	14,832,80
<b>Total IED</b>	<b>135,570,50</b>	<b>674,419,80</b>	<b>69,205,50</b>	<b>(50,153,80)</b>	<b>17,176,90</b>

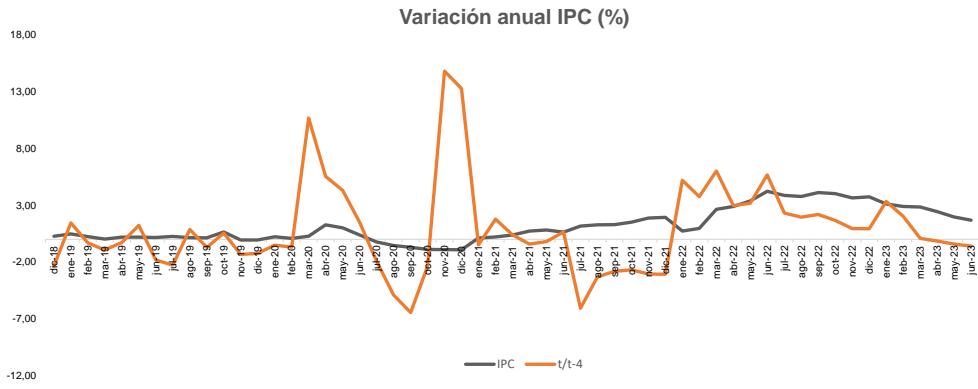
Fuente: INEC / Elaboración: Calificadorada de Riesgos Pacific Credit Rating S.A.

### Índice de Precios al Consumidor (IPC)

Para el mes de junio de 2023, el IPC se ubicó en 1,69% después de contraerse en -0,60 p.p. respecto al mismo periodo del año anterior. En ese sentido, se observa que en lo que va del año 2023 el IPC mantiene una tendencia a la baja.

En cuanto a los componentes del IPC, las divisiones que marcaron la mayor influencia en la expansión del IPC a junio 2023 vienen dado por alimentos y bebidas no alcohólicas (0,82%), bienes y servicios diversos 0,25%, restaurantes y hoteles (0,21%), educación (0,19%), entre otros en menor cuantía.

<sup>3</sup> A la fecha de realización del presente informe, el BCE no ha publicado cifras del IED al segundo trimestre 2023.



Fuente: INEC / Elaboración: Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A.

### Perspectivas Económicas Nacionales

De acuerdo con estimaciones del Banco Central del Ecuador (BCE) y del Fondo Monetario Internacional (FMI), se esperaba que la economía ecuatoriana cierre el 2022 con un incremento de 2,70% con respecto a 2021, sin embargo, el país logró cerrar el año con un crecimiento de 2,90%, lo cual implica 0,2 p.p., más de lo esperado. De igual manera, las proyecciones del BCE sugieren que durante el 2023 la economía crecerá un 3,10%, siendo el consumo de los hogares y la formación bruta de capital fijo (FBKF) los pilares para lograrlo debido a su considerable recuperación postpandemia. En el caso del consumo de los hogares, que representa el 60,00% del PIB nacional, se evidencia un notable crecimiento llegando a superar incluso sus niveles previos a la pandemia. En este apartado, el sector de construcción será un factor clave para explicar el incremento en la inversión dado que representa un 68,00% del total.

### Oferta y Utilización Final de Bienes y Servicios

La evolución en el gasto del consumo final del gobierno mantiene un comportamiento acorde a los objetivos del Ejecutivo nacional, el cual consiste en disminuir progresivamente el gasto público. En este sentido, al cierre del 2022 el gasto consumo final de los hogares registró un comportamiento positivo al pasar de US\$ 45.142 millones al finalizar el 2021 a US\$ 47.216 millones en diciembre 2022. Por el lado del gasto de consumo final del gobierno, este cerró en US\$ 10.670 millones mostrando un incremento interanual de 4,46% (US\$ 455,15 millones) a comparación con el mismo periodo de 2021.

Al cierre del último trimestre del 2022 existe un incremento interanual en el Gasto de Consumo Final de los Hogares, Gasto de Consumo Final del Gobierno y la Formación Bruta de Capital Fijo (FBKF) en 3,78%, 7,63% y 2,49% respectivamente; mientras que, en el acumulado anual las cifras fueron de 4,59%, 4,46% y 2,52%. En el caso de la FBKF, la adquisición de maquinaria y equipo de transporte ha sido la principal razón de dicho aumento, sobre todo por un incremento en la compra de vehículos de carga y de uso industrial como tracto camiones, buses y camiones, a eso se suma un desempeño positivo en el sector de construcción. En el caso del Gasto de Consumo Final del Gobierno General, el incremento reportado es el reflejo de un aumento en el gasto realizado en administración pública, defensa, seguridad interna y externa; así como la compra de bienes y servicios para los sectores de salud y educación. De manera particular, el incremento obedece a un aumento en el pago de remuneraciones y de la compra de bienes y servicios correspondiente a un 9,60% y 13,60% respectivamente.

Al cierre del segundo trimestre de 2023, el gasto de los hogares en bienes y servicios aumentó un 4,3% anualmente, impulsado por una mayor demanda de productos agrícolas como banano, café, cacao y flores, así como productos manufacturados como carne, camarones y lácteos. También se observó un crecimiento en servicios como electricidad, construcción, telecomunicaciones y educación. Este incremento estuvo ligado a un aumento significativo (14,2%) en los préstamos para consumo otorgados por el Sistema Financiero Nacional y un crecimiento del 4,4% en las importaciones de bienes de consumo.

Además, las remesas recibidas experimentaron un aumento del 16,1%, destacando los incrementos desde Estados Unidos (24,6%), Italia (1,8%) y España (1,4%), que representaron la mayoría de los giros recibidos. En el ámbito trimestral, el gasto de consumo final de los hogares creció un 2,5%, influenciado por un mayor consumo en productos agropecuarios, manufacturados y servicios, así como un aumento en operaciones de crédito, giros de remesas y la importación de bienes de consumo.

En cuanto al gasto del gobierno, durante el segundo trimestre de 2023, se evidenció un incremento anual del 6,4% en los gastos de consumo llevados a cabo por el Gobierno General. Estos gastos se enfocaron en proveer tanto servicios colectivos, como administración pública, defensa, y seguridad, así como servicios individuales en áreas cruciales como salud y educación, directamente beneficiando a la población.

Este aumento se atribuyó principalmente al crecimiento en la adquisición de bienes y servicios en un 23,6% y al aumento de las remuneraciones en un 7,0%. En relación con la adquisición de bienes y servicios, en el ámbito de la salud, se observó una mayor inversión en la compra de medicamentos y dispositivos médicos generales y específicos para laboratorio clínico y patología, elementos fundamentales para mantener y expandir la cobertura

de atención sanitaria. Por otro lado, en el ámbito educativo, se incrementó la inversión en la adquisición de alimentos escolares, libros y uniformes, contribuyendo al programa de mejora de la educación.

A nivel trimestral, el Gasto de Consumo Final del Gobierno General experimentó un aumento del 3,5%. Este incremento se debió a varios factores, incluyendo un aumento en el pago de remuneraciones (4,4%), abarcando a miembros de las Fuerzas Armadas y de la Policía Nacional en servicio activo como parte del programa de seguridad integral. También se observaron incrementos en las remuneraciones de los docentes del magisterio y docentes e investigadores universitarios involucrados en el programa de Educación Básica. Además, se asignaron recursos a profesionales de la salud para fortalecer la atención integral en el primer nivel de atención.



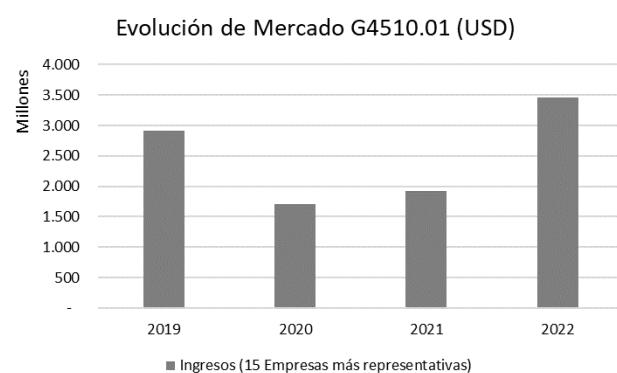
### **Endeudamiento**

Hasta julio 2023, el saldo de la deuda externa pública se expandió hasta sumar US\$ 47.096,10 millones, equivalente al 38,90% del PIB. En este mes el país obtuvo desembolsos por US\$ 393,50 millones y se pagaron amortizaciones por US\$ 144,80 millones, de esta manera se concluye que, el flujo neto de la deuda fue de US\$ 248,60 millones. En cambio, el saldo de la deuda externa privada a julio 2023 fue de US\$ -216,00 millones, como resultado de la cuantificación de desembolsos por USD 19,2 millones y del pago de amortizaciones por USD -235,1 millones. El saldo de la deuda externa privada a julio de 2023 fue de USD 10.690,1 millones, equivalente al 8,8% del PIB.

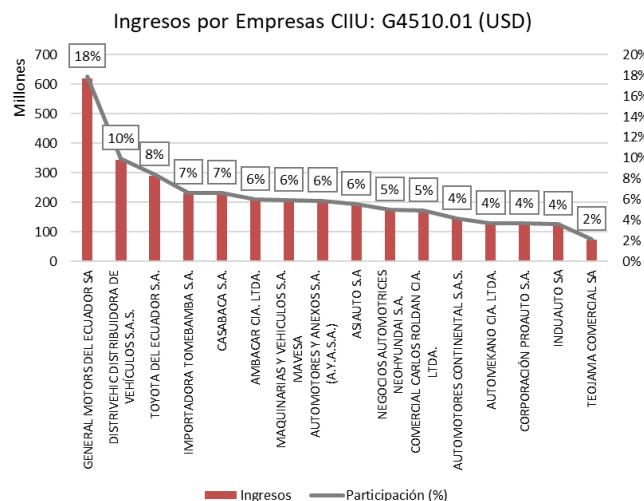
### **Análisis de la Industria**

Según la información de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, el CIIU principal de la compañía es el G4510.01 correspondiente a: venta de vehículos nuevos y usados: vehículos de pasajeros, incluidos vehículos especializados como: ambulancias y minibuses, camiones, remolques y semirremolques, vehículos de acampada como: caravanas y autocaravanas, vehículos para todo terreno (jeeps, etcétera), incluido la venta al por mayor y al por menor por comisionistas.

En el año 2022 (última información disponible de la SCVS), 347 empresas registraron ingresos en el periodo en mención, sumando un total de USD 5.848 millones donde las 15 empresas más representativas abarcaron el 59% del total con USD 3.455 millones. Respecto al año 2021, los ingresos de las 15 compañías con mayor participación se expandieron en +80% (+USD 1.531 millones). El comportamiento fluctuante de los últimos 4 años se puede apreciar en el siguiente gráfico y responde a los momentos de estrés que ocurren actualmente como la pandemia, crisis de contenedores, paros, movilizaciones sociales, inflación mundial y por lo tanto menor capacidad de consumo e inversión; no obstante, el año 2022 fue de recuperación económica.



A continuación, se presentan la composición de los ingresos por empresa (15 más representativas) en el año 2022 según su código CIIU:



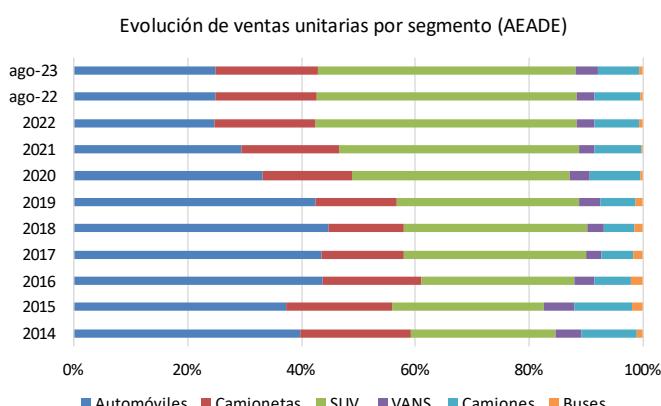
Fuente y Elaboración: Probrokers S.A. Casa de Valores/ Teojama Comercial S.A.

Es importante tener en cuenta que, si bien el código CIIU mencionado abarca empresas con un giro de negocio similar, no serían necesariamente competencia directa. No obstante, en el gráfico anterior se puede observar que, al corte de diciembre 2022, General Motors del Ecuador mantiene la mayor participación de este grupo de 15 empresas con el 18%, seguido por Distribuidora de Vehículos S.A. con el 10%, Toyota del Ecuador S.A. con el 8% y en el puesto número 16 Teojama Comercial con una participación del 2%.

Del total de compañías (del código CIIU G4510.01: 347) se evidencia una concentración en las ventas en los principales competidores y esto deriva de que este negocio es intensivo en capital de trabajo, por lo que existen altas barreras de entrada para competir con estas empresas que manejan aristas de logística, proveedores estratégicos y rotación acelerada de sus cuentas de capital de trabajo.

Por otra parte, según los datos proporcionados por la AEADE, las ventas unitarias en el país han experimentado fluctuaciones significativas. En el año 2014, se registraron 120 mil unidades vendidas, pero esta cifra disminuyó drásticamente a 64 mil unidades en 2016 debido a las restricciones de las Salvaguardas y el aumento temporal del IVA. Despues de este período, el mercado de vehículos experimentó un repunte hasta 2018, alcanzando un total de 138 mil unidades vendidas, impulsado por el dinamismo de la economía. Sin embargo, a raíz de la pandemia y la consiguiente paralización económica, junto con la crisis en la disponibilidad de contenedores, el sector automotriz sufrió un fuerte impacto, reduciendo su mercado en un -35% interanual en 2020, principalmente debido a las menores ventas de automóviles y SUVs.

Es importante destacar que, gracias a la corrección de costos de los contenedores y a los estímulos económicos, el año 2022 marcó un hito con la venta de un récord histórico de 140 mil unidades. En términos porcentuales, el segmento de buses experimentó el mayor crecimiento en ese año, con un importante aumento del 169%, seguido por las VANs y los SUVs, con un crecimiento del 29% y 27% respectivamente. Hasta agosto de 2023, esta tendencia se ha mantenido, ya que los buses experimentaron un crecimiento interanual del +59%, seguidos de las VANs con un +24%. En general, el sector automotriz ha experimentado un aumento del 6% hasta el octavo mes de 2023, con un total de 92.1 mil unidades vendidas. Estos datos demuestran claramente que el sector continúa en expansión.



Fuente y Elaboración: Probrokers S.A. Casa de Valores/ Teojama Comercial S.A.

En otro enfoque, la AEADE ha compilado datos sobre las unidades vendidas por marca de vehículos comerciales durante los años 2021 y 2022, que incluyen camiones, vans y buses. A finales de diciembre de 2022, la distribución de mercado se desglosa en un 68% para camiones, un 27% para VANS y un 6% para buses. Sin embargo, a agosto de 2023, esta composición ha experimentado una leve variación, con un 62% para camiones, un 32% para VANS y un 6% para buses. Esta evolución muestra una disminución en las ventas de camiones, mientras que los buses y las VANS han experimentado un crecimiento significativo.

A continuación, se presenta una tabla resumen que destaca las principales marcas y sus respectivas unidades vendidas y participación de mercado. Es relevante señalar que los vehículos comerciales experimentaron un aumento del +21% anual en el año 2022 y un decrecimiento anual del -4% en el año 2023.

	2021	2022	dic-23	Venta de vehículos comerciales por marcas top 20 Var 2022-2021 (%)	Var dic23-22	Participación % 2021	Participación % 2022	Participación % 2023
HINO	2,939	2,818	2,572	-4%	-9%	22%	17%	16%
JAC	1,511	2,087	1,600	38%	-23%	11%	13%	10%
CHEVROLET	1,831	1,786	1,503	-2%	-16%	14%	11%	10%
SINOTRUK	645	1,371	1,271	113%	-7%	5%	8%	8%
SHINERAY	1,024	1,237	780	21%	-37%	8%	8%	5%
FOTON	708	858	847	21%	-1%	5%	5%	5%
DFSK	659	841	802	28%	-5%	5%	5%	5%
HYUNDAI	772	712	453	-8%	-36%	6%	4%	3%
KARRY	74	685	626	826%	-9%	1%	4%	4%
JMC	901	653	923	-28%	41%	7%	4%	6%
DONGFENG	49	595	769	1114%	29%	0%	4%	5%
FAW TRUCKS	0	460	360	100%	-22%	0%	3%	2%
MERCEDES BENZ	238	338	253	42%	-25%	2%	2%	2%
FUSO	241	310	245	29%	-21%	2%	2%	2%
KIA	218	164	100	-25%	-39%	2%	1%	1%
UD TRUCKS	137	143	94	4%	-34%	1%	1%	1%
KENWORTH	125	142	84	14%	-41%	1%	1%	1%
GOLDEN DRAGON	45	95	171	111%	80%	0%	1%	1%
KYC	0	0	757	0%	100%	0%	0%	5%
INTERNATIONA L	39	83	80	113%	-4%	0%	1%	1%
OTRAS	1,339	960	1,367	-28%	42%	10%	6%	9%
<b>TOTAL</b>	<b>13,495</b>	<b>16,338</b>	<b>15,657</b>	<b>21%</b>	<b>-4%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Fuente y Elaboración: Probrokers S.A. Casa de Valores/ Teojama Comercial S.A.

En la tabla anterior, se puede apreciar que Hino lidera el mercado de vehículos comerciales en los años 2021, 2022 y 2023. En 2021, se vendieron 2,939 vehículos de esta marca, mientras que en 2022 fueron 2,818, y hasta diciembre de 2023 se registraron 2,572 unidades vendidas. A pesar de una ligera reducción anual del -4% en 2022 y del -9% en 2023, esta marca japonesa continúa siendo líder del mercado, superando al segundo competidor en 6 puntos porcentuales del total (con +731 unidades) en 2022 y 972 unidades al cierre del año 2023. Por otro lado, marcas como JAC, SINOTRUCK, DONGFENG y FAW TRUCKS ganaron presencia en el mercado en el año 2022, mientras que, en el pasado 2023, los que más han aumentado su cuota de mercado son KYC, Dongfeng, y JMC.

#### Perfil y Posicionamiento del Emisor

Teojama Comercial S.A. es una compañía fundada en 1963 por los hermanos Teodoro, Jacinto y Manuel Malo Monsalve. La empresa se estableció con el objetivo de importar y distribuir vehículos automotrices en el sector del transporte pesado. En la actualidad, se encarga de la distribución de camiones y buses (chasis) Hino, y hasta 2013, también distribuía vehículos Daihatsu para el mercado ecuatoriano (ambos pertenecientes al Grupo Toyota).

Durante la década de los 90, Teojama Comercial S.A. comenzó un proceso de expansión, abriendo sucursales en Cuenca (1992), Guayaquil (1994), Manta (2002) y Ambato (2009). Además, la compañía mantiene un centro de distribución de vehículos en el norte de Quito. Para brindar servicios post-venta, Teojama Comercial S.A. cuenta con 9 talleres de servicio autorizados, operados a través de su empresa filial Servitalleres S.A. Estos talleres se encuentran ubicados en las ciudades en las que la compañía tiene presencia, y también posee una red de locales para la venta de repuestos originales en las ciudades de Portoviejo y Machala.

La empresa cuenta con 10 sucursales propias y complementa su cadena de ventas con las empresas Casabaca, Importadora Tomebamba, Toyocosta y Super Dealer, las cuales tienen cinco centros de distribución adicionales.

En el 2014, Teojama Comercial S.A. adquirió un terreno en el sur de Quito para la construcción de un megacentro de atención al cliente, talleres, repuestos y comercial. Asimismo, está en proceso de construcción otro centro de atención al cliente en la ciudad de Loja con el fin de expandir su presencia en la zona sur del país.

Una de las principales fortalezas de Teojama Comercial S.A. es su oferta de crédito directo a sus clientes, la cual ha estado disponible por más de 40 años desde la dolarización del país. La gran mayoría de su cartera se implementa a 36 meses de plazo con tasas competitivas de financiamiento, similares a las ofrecidas por las instituciones financieras. Al ser bienes de capital su tasa es menor a la PYME, oscilando entre 10.99% al 13.99%.

Este producto representa aproximadamente el 10% de las ventas anuales de la empresa al cierre del año 2022 y cuenta con una sólida especialización en el manejo de crédito, lo que se refleja en una baja morosidad de cartera (6% hasta diciembre de 2022).

### Competencia

La competencia directa de Teojama Comercial que comparten el giro de negocios de venta de vehículos pesados y semipesados son: Mavesa, Ayasa, Maxdrive y Comercial Carlos Roldán Cia Ltda (JAC MOTORS). A continuación, se presenta un cuadro resumen con las cifras más relevantes del año 2022:

Competencia Directa 2022 (USD)						
	Ingresos	Utilidad Operativa	Utilidad Neta	Activos	Pasivos	Patrimonio
Ayasa (BAIC & NISSAN)*	202.628.991	13.179.481	10.736.387	150.999.868	73.550.090	77.449.778
Mavesa (HINO)	193.381.424	3.948.570	2.446.116	284.799.725	156.236.725	128.563.000
Comercial Carlos Roldán Cia Ltda (JAC MOTORS)*	168.061.537	16.472.324	9.410.138	108.831.473	52.493.528	56.337.945
Teojama Comercial (HINO)	74.489.369	-2.975.592	-2.992.845	179.109.996	120.706.523	58.403.473
Maxdrive (FOTON)	6.455.402	-443.755	-415.118	6.916.591	4.136.470	2.780.121
<b>TOTAL</b>	<b>645.016.723</b>	<b>30.181.028</b>	<b>19.184.678</b>	<b>730.657.653</b>	<b>407.123.336</b>	<b>323.534.317</b>

Fuente y Elaboración: Probrokers S.A. Casa de Valores/ Teojama Comercial S.A.

En este market share, Teojama Comercial se encuentra en posición número 4 con una participación de mercado por ingresos del 12%. Los competidores ubicados por encima de Teojama Comercial son Ayasa, Mavesa y Comercial Carlos Roldán con una participación del 31%, 30% y 26% respectivamente.

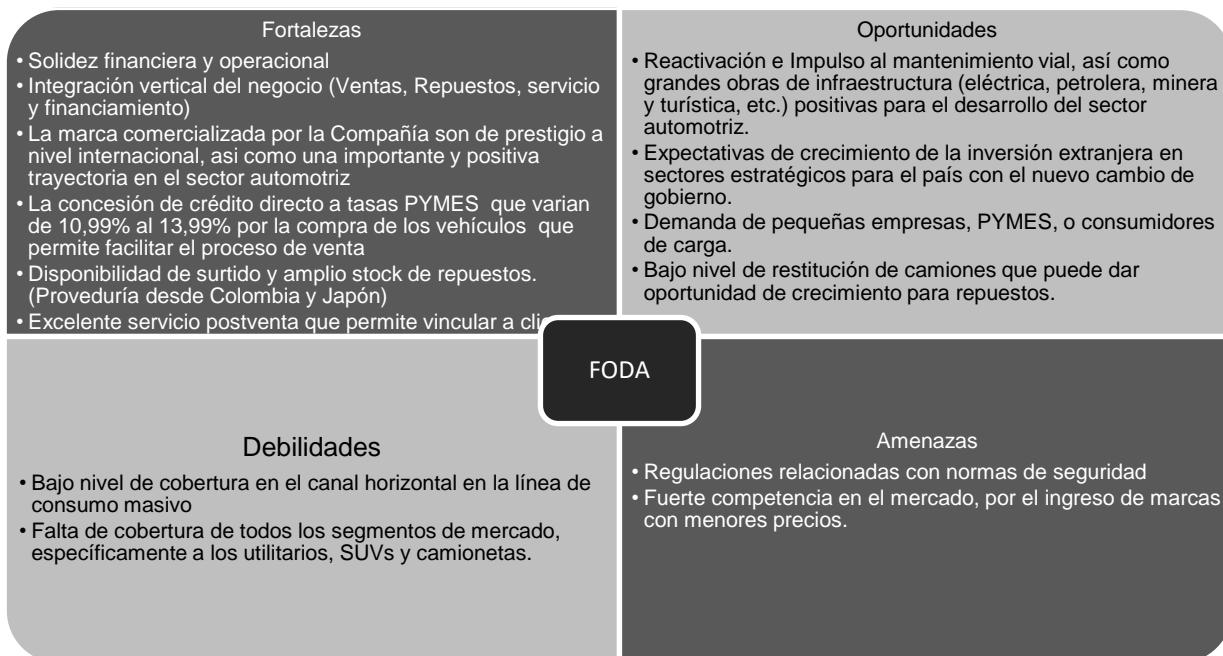
Es importante destacar que el 2022 fue un año de recuperación para la economía, aunque todavía por debajo de niveles prepandémicos, y el sector de vehículos mostró un recobro favorable.

### Productos

CATEGORÍA	FAMILIA	Producto
VEHÍCULOS	SERIE 300	514 DUTRO CITY 616 DUTRO FM 616 DUTRO LIGHT 716 DUTRO FQ 816 DUTRO FR
	SERIE 500	1018 FC9JJ7A 1226 GD8JL7A 1828 GH8JM7A-XG3 Camión 2735 FM2PR7A Volqueta 1828 GH8JF7D Volqueta 2735 FM2PL7D-SG3
	SERIE 700	2848 SS1EKSA-VAX FC9JL7Z
	CHASIS DE BUS	AK8JRSA RM1ESSU-XSE
	CRC	Acondicionador
	DAIHATSU	Aditivo Antisalpicaduras
	EATON	Frenos Motor Sirion 1.3 / 1.5
	EURORICAMBI	Aditivo Caja de cambios Diferencial
	FORD	Caja Calefacción Carrocería Combustible
	HINO	Cabina Motor
REPUESTOS	NASIOL	Automotriz Cuidado personal Hogar
	SEASUCKER	Deportivo
	TALLER MÓVIL	
	SERVICIO EXPRESS	
	MANTENIMIENTO CORRECTIVO Y PREVENTIVO	
Servicios de talleres	LAVADO DE VEHICULO SIN AGUA	
	TALLERES MULTIMARCA	
	FINANCIAMIENTO DIRECTO POR VENTA DE VEHÍCULOS	
CREDITOEJAMA		

Fuente y Elaboración: Probrokers S.A. Casa de Valores/ Teojama Comercial S.A.

## Análisis FODA



Fuente y Elaboración: Probrokers S.A. Casa de Valores/ Teojama Comercial S.A.

### Estrategias

Es importante mencionar que la estrategia clave de Teojama Comercial es la innovación continua de sus productos. Durante los últimos dos años, han hecho esfuerzos para incursionar en el mercado de repuestos multmarca, lo que ha tenido un impacto positivo en las ventas de esta categoría. Para lograr esto, han abierto sucursales en zonas estratégicas del país. Hasta la fecha, han establecido sucursales en Quito, Cuenca, Machala, Manta, Portoviejo, Lago Agrio, Ambato, y Guayaquil.

Teojama Comercial espera aumentar sus ingresos en el rubro de repuestos, ya que cuentan con fortalezas clave como experiencia, equipo humano capacitado y una logística comprobada para garantizar la disponibilidad inmediata de repuestos. Es importante destacar que Teojama Repuestos representa a marcas de renombre internacional como Nasiol (productos de nano recubrimiento cerámico para uso automotriz, industrial y personal, con propiedades repelentes al agua), CRC Industries (productos químicos especializados en la reparación de automotores, usos ferreteros y eléctricos), EATON (partes de cajas de cambios OEM) y Eurocambio (partes de cajas de cambios y diferenciales), distribución oficial de las baterías YUASA (japón), entre otras.

La estrategia empresarial de Teojama Comercial S.A. se centra en los siguientes aspectos clave:

1. Ofrecer el producto líder del mercado, Hino, altamente demandado por los transportistas a nivel nacional.
2. Facilitar opciones de pago y soluciones crediticias a los potenciales compradores, ya sea a través de financiamiento directo o mediante la apertura de canales de crédito con instituciones públicas o privadas.
3. Implementar un servicio de postventa proactivo que respalde a través de la red de talleres y repuestos de transporte pesado más extensa del país.
4. Establecer una cobertura nacional en servicios postventa, manteniendo alianzas con talleres del grupo o asociados en ciudades como Quito, Guayaquil, Cuenca, Manta y Ambato. Además, se cuenta con una flota de vehículos equipados para los mecánicos y todas las herramientas necesarias.
5. Enfoque en el Cliente: La empresa prioriza la identificación de las necesidades del cliente y su satisfacción como objetivos fundamentales. Se esfuerza por mantenerse en la mente de sus clientes como una elección preferida, utilizando estrategias de recordación. Por esta razón, se realiza un seguimiento constante de la satisfacción en todas las áreas, tanto con clientes internos como externos, y se emplean activos medios de comunicación que fomentan el diálogo con los clientes.

### Gobierno Corporativo

Teojama Comercial S.A. es un ente jurídico que se encuentra bajo el marco de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. La empresa cuenta con un área encargada de la comunicación con los accionistas, los cuales son de la misma clase y gozan de los mismos derechos. Los accionistas pueden incorporar puntos a debatir en las Juntas, por un procedimiento formal; y, no se limita la delegación del voto. Asimismo, la compañía cuenta con un Reglamento de la Junta General de Accionistas y las convocatorias se realizan en el plazo estipulado en el Estatuto.

La composición accionaria se reparte entre tres accionistas: Fideicomiso Teojama Acciones con el 99,99%; seguido de Malo Monsalve Jacinto Ignacio y Malo Monsalve Manuel Antonio cada uno con el 0,02% cada uno. A continuación, el detalle de la composición accionaria:

Detalle de Composición Accionaria		
Nombres	Capital	% Participación
Fideicomiso Teojama Acciones	54.999,99	99,99%
Malo Monsalve Jacinto Ignacio	2,00	0,00%
Malo Monsalve Manuel Antonio	2,00	0,00%
<b>Total</b>	<b>55.003,99</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: Teojama Comercial S.A. / Elaboración: PCR

El emisor cuenta con Directorio, por lo cual posee una definición de criterios para la selección de directores y realiza seguimiento y control de potenciales conflictos de interés al interior. De otra parte, la empresa si cuenta con políticas para la gestión de riesgos, que forman parte de una política integral de gestión de riesgos; además, no tiene un área de autoría interna, pero si una política de información, que ha sido aprobada formalmente. Por último, el emisor difunde los avances realizados en temas de gobierno corporativo, lo cual se incluye en la memoria anual. A la fecha de corte, el emisor cuenta con un total de 293 empleados, distribuidos en el departamento comercial (94,54%), y Administrativos con el 5,46% restante.

Administradores	
Nombres	Cargos
Malo Vidal Manuel	Presidente del Directorio
Mondín Rodríguez Giovanni	Presidente Ejecutivo
Vargas Paul	Director Comercial
Gallardo Guerra Fabián	Director Financiero
Donoso Echanique Carlos	Apoderado General
Madera Francisco	Director de Posventa

Fuente: Teojama Comercial S.A. / Elaboración: PCR

### **Responsabilidad Social**

A la fecha de corte, Teojama Comercial S.A., ha identificado a sus grupos de interés, y, se han definido estrategias de participación con ellos. Así también, se han efectuado acciones que promueven la eficiencia energética, reciclaje y el consumo racional del agua, pero no forman parte de programas formales. Además, no ha sido objeto de multas y sanciones en materia ambiental, durante el ejercicio evaluado. Respecto a la contratación de proveedores, el emisor mantiene como único proveedor "HINO" cumpliendo con las normas internacionales. Por otro lado, la empresa realiza algunas acciones que promueven la igualdad de oportunidades y promueven la erradicación del trabajo infantil y el trabajo forzoso, pero no forman parte de programas formales. Igualmente, otorga los beneficios de ley a los trabajadores y realiza acciones que promueven su participación en la comunidad, pero no forman parte de programas formales. Por último, la empresa si cuenta con un código de ética.

### **Calidad de Activos**

Los activos de Teojama Comercial S.A. registran un valor de US\$ 178,21 millones, tras aumentar de manera interanual en +7,49% (US\$ +12,42 millones), porcentaje superior al promedio de crecimiento de los últimos cinco años (-2,27%; 2019-2023). Comportamiento relacionado principalmente al aumento de otros activos a largo plazo (+56,06%; US\$ +5,13 millones), de inversiones en activos financieros corrientes (351,10%; US\$ +5,42 millones), anticipos y otras cuentas por cobrar (+279,00%; US\$ +4,15 millones) y efectivo y equivalentes del efectivo (+98,52%; US\$ +1,78 millones). Referente a la estructura del activo, la parte corriente mantiene la mayor participación con el 53,23% (US\$ 94,92 millones), y la parte no corriente conforma el 46,77% (US\$ 83,40 millones), estructura relacionada al giro del negocio.

Profundizando en la estructura del activo, propiedad planta y equipo ocupa la mayor participación con el 26,62% (US\$ 47,47 millones), seguido de cuentas por cobrar comerciales corto plazo y largo plazo con el 21,63% (US\$ 38,58 millones) y 16,96% (US\$ 30,24 millones); respectivamente; inventarios con el 10,97% (US\$ 19,56 millones), otros activos corrientes con el 8,75% (US\$ 15,61 millones) y la porción restante corresponde a otras cuentas con una participación individual inferior al 5%.

A junio del 2024 los inventarios registran la cifra de US\$ 19,56 millones, al experimentar un decrecimiento anual de -28,69% (US\$ -7,87 millones), tendencia relacionada a la actividad principal de Teojama Comercial S.A. es la comercialización de vehículos junto a sus respectivos repuestos y accesorios de la marca Hino. Es importante mencionar que, la Compañía mantiene un contrato de distribución con Hino Motors Ltda. mediante el cual autoriza a la distribución no exclusiva en el territorio ecuatoriano de los vehículos y repuestos de la marca, donde se permite la venta de vehículos repuestos y servicios técnicos. En línea con lo mencionado, la rotación del inventario de vehículos pasó de 95 días (jun23) a 55 días (jun24), situándose por encima del promedio histórico (42.27 días, 2019-2023).

Respecto a las cuentas por cobrar comerciales, tanto a corto como a largo plazo, presentan un aumento interanual de +1,11% (US\$ +756,74 mil), registrando US\$ 68,82 millones después de provisiones. Con relación a la composición de esta cuenta el 56,06% corresponde a cuentas por cobrar comerciales a corto plazo (US\$ 38,58 millones) y el 43,94% corresponde a cuentas por cobrar comerciales a largo plazo (US\$ 30,24 millones).

Respecto a la rotación de las cuentas por cobrar, se evidencia que pasaron de 325 días (jun23) a 338 días (jun24); rubro que se ubica por debajo del promedio histórico (391 días, 2019-2023).

Relacionado a la cuenta propiedad, planta y equipo, suma un total de US\$ 47,47 millones después de descontar

depreciaciones, mostrando una expansión interanual de +9,35% (US\$ +4,06 millones); variación por encima al promedio de crecimiento de los últimos cinco años (3,34%, 2019-2023). Dentro de su estructura se observa terrenos, construcciones en procesos, equipos de oficina, edificio, instalaciones, muebles de oficina, maquinarias, y equipos de computación.

### Pasivos

Teojama Comercial S.A. registra pasivos por un valor de US\$ 115,42 millones, creciendo interanualmente en +6,45% (US\$ +7,00 millones); valor superior al promedio evidenciado en los últimos cinco años (-1,97%; 2019-2023). Bajo este orden de ideas, la variación corresponde principalmente al aumento de obligaciones con mercado de valores a largo plazo (+100%; US\$ +11,17 millones), y a las obligaciones con instituciones financieras en el largo plazo (+27,41%; US\$ +9,41 millones).

Para junio del 2024, las obligaciones con instituciones financieras a corto plazo son las de mayor representación con el 38,68% (US\$ 44,64 millones) seguido de las obligaciones con instituciones financieras a largo plazo con el 37,92% (US\$ 43,76 millones), obligaciones financieras con mercado de valores a largo plazo conformando el 9,68% (US\$ 11,17 millones), las cuentas por pagar comerciales con el 5,54% (US\$ 6,39 millones), y la porción restante corresponde a otras cuentas que no superan el 4% del total del pasivo, finalmente a partir del año 2019, la compañía ha comenzado a contabilizar los pasivos por contrato de arrendamiento, dando cumplimiento a lo establecido por la NIIF 16.

DETALLE DEUDA FINANCIERA (US\$)		
Período	OBLIGACIONES BANCARIAS	jun-24
Institución local 1	19,506,973.69	
Institución local 2	11,071,692.71	
Institución local 3	852,582.79	
Institución local 4	37,906,739.72	
Institución local 5	14,241,860.46	
Institución local 6	-	
Institución Exterior 1	2,631,178.16	
Institución Exterior 2	1,615,000.00	
<b>Total Corto y Largo Plazo Obligaciones</b>	<b>87,826,028</b>	
Institución local 1 (avales)	577,598.03	
Institución local 2 (avales)	-	
Institución local 3 (avales)	-	
Institución local 4 (avales)	-	
<b>Total Corto Plazo avales</b>	<b>577,598.03</b>	
<b>MERCADO DE VALORES</b>		
Novena Emisión de Obligaciones	-	
Décima Emisión de Obligaciones	11,874,764.57	
<b>Total Mercado de Valores</b>	<b>11,874,764.57</b>	
Total Obligaciones Bancarias	87,826,027.53	
Total Mercado de Valores	11,874,764.57	
Total Avales	577,598.03	
<b>Total Deuda Financiera</b>	<b>100,278,390.13</b>	

Cabe mencionar que, la empresa prioriza la administración del capital de trabajo, por ende, se apalanca en deuda financiera con instituciones financieras y el mercado de valores. A la fecha de corte, se observa una deuda financiera de US\$ 100,28 millones que representa el 86,88% del total del pasivo, y presenta un aumento de +11,20% (US\$ -10,10 millones), principalmente por el incremento de la deuda a largo plazo en +59,94% (US\$ +20,59 millones) como una estrategia de reestructuración de la deuda hacia el largo plazo, se menciona que dentro de estas obligaciones se mantienen avales emitidos por el banco para la compra de inventario de vehículos con su principal proveedor los mismos mantienen plazo entre 180 y 360 días y son respaldadas a través de Bancóldex de Colombia contabilizando un monto de US\$ 30,69 millones. Con relación a la estructura de la deuda financiera, incluye obligaciones con instituciones financieras locales e internacionales que suman un total de US\$ 87,83 millones.

Finalmente es importante mencionar que la liquidez del emisor se distorsiona por el saldo de los avales que se mantienen dentro de las obligaciones financieras, debido a que esta deuda es refinaciada con bancos locales a plazos de 2 años con dividendos mensuales y vencimiento al año, ocasionando así que el flujo de efectivo no esté sujeto a presión de un año.

Análogamente, la empresa también se apalanca directamente con sus proveedores, registrando la cifra de US\$ 6,39 millones, tras experimentar una disminución interanual de -35,35% (US\$ -3,49 millones). Sus proveedores locales otorgan créditos a 90 y 180 días. Cabe señalar que, los días de cuentas por pagar a proveedores presenta un decrecimiento interanual de 18 días, pasando de 58 días (jun23) a 40 días (jun24).

Finalmente, de acuerdo con el buró de crédito a diciembre de 2023 el emisor no registra valores vencidos en el sistema financiero ni ha presentado cartera en mora en los últimos dos años. Según el Servicio de Rentas Internas, la compañía no registra deudas firmes, impugnadas o en facilidades de pago. Asimismo, ha cumplido con las obligaciones correspondientes al Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (IESS), y la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros.

## Soporte Patrimonial

A la presente revisión, el patrimonio del emisor registra un monto de US\$ 62,89 millones, mostrando un aumento interanual de +9,44% (US\$ +5,43 millones), conducta relacionada al incremento en superávit de revaluación acumulado (+72,87%; US\$ 3,96 millones) generado por revaluaciones edificios, terrenos y otros. Del mismo modo, el patrimonio de la compañía en los últimos cinco años presenta un decrecimiento promedio de -2,22% (2019-2023), como consecuencia de los estragos que ocasionó la pandemia COVID-19.

Durante el mes de noviembre de 2023 la Compañía realizó un avalúo de sus bienes inmuebles registrando en sus estados financieros un superávit por revaluación el cual aumenta su patrimonio en aproximadamente US\$3,15 millones, fortaleciendo así el patrimonio del emisor.

Respecto a la composición del patrimonio, el capital social es la cuenta de mayor participación con el 87,45% (US\$ 55,00 millones), seguido por superávit de revaluación acumulado con el 14,93% (US\$ 9,39 millones), resultados acumulados con el 11,88% (US\$ 7,47 millones), reservas con el 9,99% (US\$ 6,28 millones) y resultado del ejercicio con el 0,49% (US\$ 310 mil).

Considerando el capital suscrito y pagado de la compañía consiste en un total de 55.000,00 acciones de valor ordinario de US\$ 1 valor nominal unitario, por lo tanto, suma un rubro de US\$ 55,00 millones. Además, el emisor no posee una política de dividendos definida.

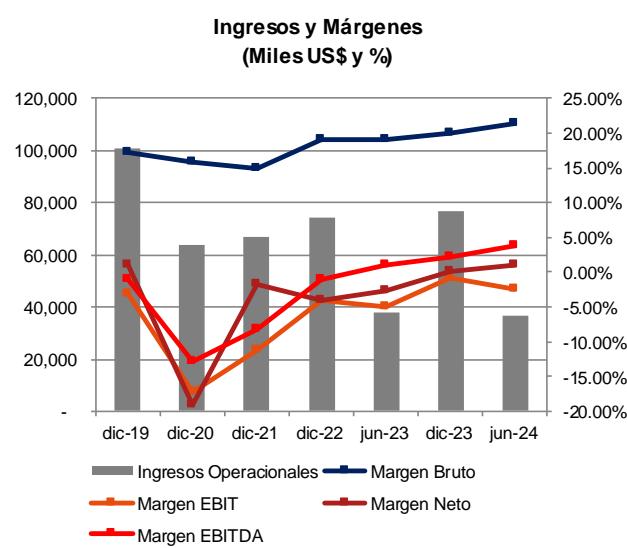
## Desempeño Operativo

Los ingresos de Teojama Comercial S.A. provienen de la venta de camiones y chasis de buses de la marca japonesa Hino, así como de la venta de repuestos y de la prestación de servicios de taller. Adicionalmente, considerando que el financiamiento directo en la venta de vehículos es un componente clave en el modelo de negocio de la compañía, también existen ingresos correspondientes a los intereses generados en el crédito directo otorgado a los clientes, equivalentes en promedio un 14% de los ingresos totales percibidos. La Compañía ha confirmado que a partir del ejercicio 2024 se retomará el registro de financiamiento de intereses por el método devengado

Una de las fortalezas de TEOJAMA COMERCIAL S.A. que le permite mantener una ventaja competitiva e incrementar el número de clientes, es el crédito directo en la venta de vehículos. La mayor parte de este financiamiento se otorga a un plazo de 36 meses, con tasas competitivas de financiamiento, similares a las otorgadas por las entidades financieras. Aproximadamente un 95% de las ventas se realizan a través de financiamiento directo a los clientes, con prenda de dominio sobre los vehículos. Las ventas de la compañía están atomizadas por lo que no se aprecia una concentración significativa en los principales clientes. Finalmente se menciona que el costo financiero de comercio exterior para avales se incrementó del 5.40% a 10.80% en estos últimos años, por lo que las subidas de las tasas internacionales. De igual manera el costo local de financiamiento se ha incrementado a un 9.7%.

Al cierre de 2021, las ventas se recuperaron debido a la reactivación económica del país en general y del sector automotriz, alcanzando US\$ 66,75 millones, un 5% superiores en relación con diciembre 2020. Aspecto que se mantiene al cierre preliminar de diciembre 2022 en el que se registró USD\$ 74,48 millones siendo un 11,59% superior al año previo. Para junio del 2024 refleja una ligera contracción interanual del -2,81% (US\$ -1,06 millones).

En línea con lo anterior, analizando las líneas del negocio, el 78,11% (US\$ 28,66 millones) es de la venta de vehículos, el 16,12% (US\$ 5,91 millones) de la venta de repuestos y accesorios, y el 5,77% (US\$ 2,11 millones) de servicios y taller.



Fuente: TEOJAMA COMERCIAL S.A / Elaboración: PCR

Composición de los ingresos por la línea de negocio			
Línea de Negocio	jun-23	jun-24	% Part.
Vehículos	29,004,431.70	28,660,326.14	78.11%
Repuestos y accesorios	6,843,958.05	5,914,686.96	16.12%
Servicios de taller	1,903,515.83	2,115,473.11	5.77%
<b>Total General</b>	<b>37,751,905.58</b>	<b>36,690,486.21</b>	<b>100%</b>

Fuente: TEOJAMA COMERCIAL S.A / Elaboración: PCR

Con respecto a los costos operacionales de la empresa registraron US\$ 28,85 millones, cuyo comportamiento refleja más eficiencia respecto a los ingresos, ya que, se evidencia una contracción mayor (-5,56%; US\$ -1,70

millones), esta tendencia es similar a la observada en el comportamiento promedio de los últimos cinco años (-5,97%; 2019-2023). Alineado a lo anterior, a relación costos de ventas/ingresos disminuyó interanualmente en -2,29 p.p. hasta ubicarse en 78,64%, lo que implica que los costos operacionales decrecieron en mayor proporción que los ingresos.

Bajo este orden de ideas, la utilidad bruta registró US\$ 7,84 millones a la fecha de corte, presentando una recuperación interanual de +8,83% (US\$ +636,27 mil). Por otro lado, los gastos operacionales suman un total de US\$ 8,72 millones y se dividen en gastos de ventas y administrativos, exhibiendo una leve disminución interanual de -3,86% (US\$ -349,85 millones), producto de la disminución de los gastos de venta, por otro lado, se incrementan los gastos administrativos por conceptos de seguridad, vigilancia, impuestos, contribuciones y otros gastos. De esta manera, con la contracción general de los gastos, el resultado operacional cierra en números negativos (US\$ -886 mil), sin embargo, este rubro presenta mejores niveles respecto a junio del 2023 (US\$ -1,87 millones).

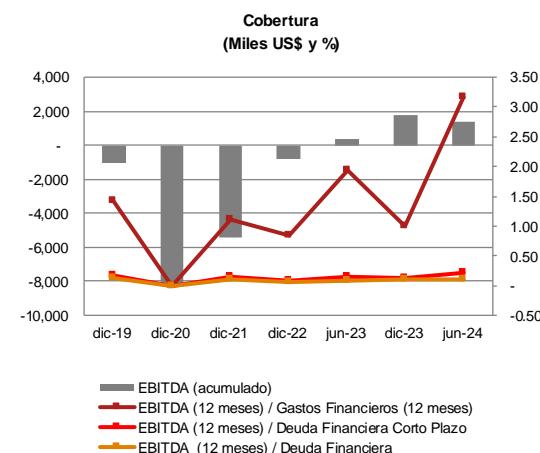
Con relación a los gastos financieros, totalizaron en US\$ 3,10 millones, experimentando un decremento en -26,07% (US\$ -1,09 millones), comportamiento explicado por la amortización normal de sus obligaciones y la transferencia de la deuda al largo plazo, asimismo, la compañía presenta otros ingresos financieros que registran un total de US\$ 3,50 millones, que corresponden a ingresos por venta crédito directo. Considerando lo mencionado, a la fecha de corte la utilidad neta cerró en US\$ 386 mil, al aumentar de forma interanual en +138,75% (US\$ +1,38 millones) siendo importante mencionar que los resultados a junio de 2023 cerraron en números negativos de US\$ -1,00 millones. En ese contexto, para la fecha de corte el indicador de rentabilidad ROA pasó de -1,20% (jun23) a 0,43% (jun24); asimismo, el ROE mostró un aumento al pasar de -3,46% (jun23) a 1,23% (jun24).

### **Cobertura con EBITDA**

El EBITDA hace referencia al flujo de la empresa antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones, es decir, es un indicador de la rentabilidad del negocio. Los flujos EBITDA de Teojama Comercial S.A. durante los últimos cinco años han mantenido un comportamiento sostenido con una tasa de variación de +22,55% (2019-2023). Cabe señalar que, la calificadora de riesgo sensibiliza el EBITDA al registrar la cuenta *ingresos financieros*, rubro constante en respuesta al registro de los intereses por los créditos directos; facilitando así la capacidad del flujo para cumplir con sus actividades.

En últimos cinco años (2019-2023), el EBITDA sensibilizado ha mantenido un promedio de US\$ 7,31 millones; A diciembre 2022, el EBITDA sensibilizado mostró una disminución de -37,83% (US\$ -3,16 millones) respecto a 2021, esto responde a la disminución del resultado operacional, afectado por un incremento de gastos operacionales. Para la fecha de corte, el EBITDA cerró en US\$ 9,81 millones, al aumentar en +21,40% (US\$ +1,73 millones) lo que determina el nivel de flujos serían adecuados para cumplir con sus operaciones.

En cuanto al indicador EBITDA/gastos financieros, a la fecha de corte muestra una cobertura de 3,16 veces valor que es considerablemente superior al promedio de los últimos cinco años (0,98 veces), y superior a junio de 2023 (1,93 veces). Con relación a la cobertura de la deuda financiera, la compañía presenta un aumento anual en +0,09 veces, hasta ubicarse en 0,10 veces, valor que es superior al promedio de los últimos cinco años (0,08 veces). A pesar de que la cobertura que cuenta el emisor no es elevada, es suficiente para cubrir sus obligaciones. De manera similar, se observa que, la cobertura de la deuda a corto plazo se situó en 0,22 veces exhibiendo un aumento de 0,07 veces.



Fuente: TEOJAMA COMERCIAL S.A / Elaboración: PCR

## Endeudamiento

Las principales fuentes de financiamiento de Teojama Comercial S.A. recaen sobre las obligaciones con instituciones financieras a través de instrumentos de deuda. Se distingue el esfuerzo de la empresa a nivel histórico en conseguir recursos para operar de manera continua, mientras continúa abasteciendo a sus clientes además de la necesidad de capital de trabajo.

Por lo tanto, la deuda financiera exhibe un promedio de crecimiento de 1,21%; donde alcanzó su valor más elevado en diciembre de 2022 con un nivel de deuda de US\$ 104,17 millones, lo cual se explica por el aumento de la demanda como necesidad de capital de trabajo. La empresa ha mostrado una tendencia similar a la fecha de corte, que cerró en US\$ 100,28 millones. Cabe mencionar que, la deuda con mercado de valores correspondiente a la novena emisión ha sido cancelada. Finalmente se menciona que el emisor no ha estado en default moratorios en los pagos de las obligaciones que ha mantenido, contando con los flujos suficiente para poder cumplir con sus pagos puntualmente.

Con respecto al apalancamiento de la empresa (pasivo total / patrimonio) durante el periodo de análisis histórico (2019-2023) registra un promedio de 1,84 veces, cifra que se mantiene a junio del 2024, siendo -0,05 veces inferior al rubro observado en su periodo similar del año anterior. Asimismo, el emisor exhibe una capacidad para cubrir su deuda financiera a través de flujos EBITDA anualizados en 10 años, valor inferior al registrado en junio de 2023; adicionalmente, el emisor ha cumplido con los pagos estipulados de sus obligaciones con instituciones financieras, empleados, proveedores, IESS, SRI y mercado de valores. Los otros ingresos son parte de las operaciones, del giro del negocio.

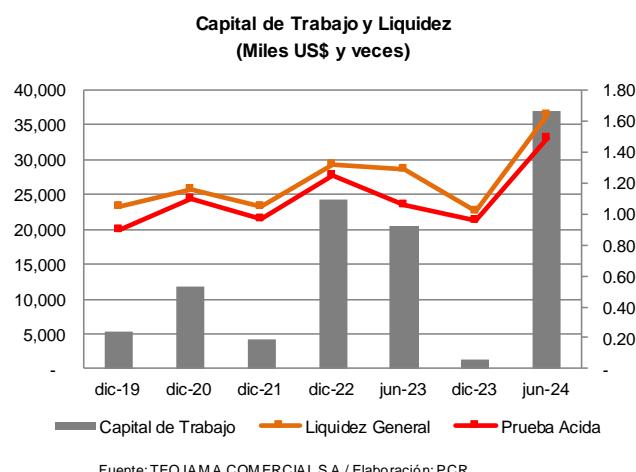
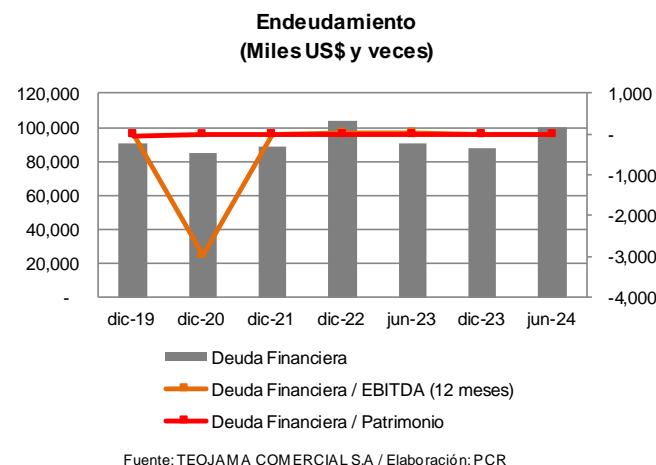
## Liquidez

Durante el periodo histórico analizado (2019-2023), el emisor ha mantenido adecuados niveles de liquidez con un promedio de 1,16 veces. En la presente revisión, este indicador se ubicó en 1,64 veces, siendo superior a su periodo similar anterior (1,29 veces; jun23), exhibiendo un incremento anual de +0,35 veces; destacando que este indicador es el más alto observado en el periodo de estudio, siendo posible afirmar que el emisor mantiene una administración del capital de trabajo adecuada, ya que, cuenta con los recursos líquidos suficientes para hacer frente de manera oportuna a sus obligaciones corrientes.

Realizando un análisis más ácido de la liquidez, donde no se considera el rubro de inventarios, el emisor registra un indicador de 1,48 veces a la fecha de corte, exhibiendo un incremento interanual de +0,42 veces. Con ello, si bien su rubro con mayor importancia son los inventarios por el giro del negocio, inclusive al retirar este valor, el emisor cuenta con una liquidez ácida adecuada; demostrando así que cuenta con los recursos líquidos suficientes para cumplir con sus obligaciones corrientes. Por otro lado, el ciclo de conversión de efectivo se ha mantenido alrededor de 251 días durante los últimos cinco años (2019-2023) y a la fecha de corte, se evidencia una disminución de este, al pasar de 294 días (jun23) a 285 días (jun24).

Finalmente es importante mencionar que la liquidez del emisor se distorsiona por los avales incluidos dentro de las obligaciones financieras quienes tienen una participación del 34,22%, debido a que esta deuda es refinaciada con bancos locales a plazos de 2 años con dividendos mensuales y vencimiento al año, ocasionando así que el flujo de efectivo no esté sujeto a presión de un año.

El capital de trabajo también muestra un crecimiento positivo promedio de 64,44% (2019-2023). A junio del 2024, se registra un valor de US\$ 36,88 millones al crecer interanualmente en -80,54% (US\$ +16,45 millones) como consecuencia de la venta de cartera y disminución en el pago de cuenta por cobrar accionistas; dichos recursos serán utilizados para responder a las actividades del negocio como financiamiento de cuentas por cobrar de sus clientes, pago a proveedores, pago de deuda financiera y compra de inventarios.



## Instrumento Calificado

### Décima Emisión de Obligaciones a Largo Plazo

La Junta General Extraordinaria y Universal de accionistas de la compañía celebrada el 02 de octubre de 2023; autorizó la Décima Emisión de Obligaciones de Largo Plazo por un valor de hasta US\$ 12.000.000,00 (doce millones), según el siguiente detalle que consta en la Prospecto de Oferta Pública:

Características de los Valores									
Emisor:	TEOJAMA COMERCIAL S.A.								
Monto de la Emisión:	US\$ 12.000.000,00								
Valor Nominal	El valor nominal de cada valor será de un dólar de estados unidos de américa (USD 1,00)								
Unidad Monetaria:	Dólares de los Estados Unidos de América.								
Características:	Clase	Monto a Emitir	Plazo	Tasa Anual	Pago de Intereses	Amortización de capital			
	A	12.000.000,00	360 días	8,75%	Trimestralmente	Semestralmente			
	B		720 días	9,00%					
	C		1.080 días	9,25%					
	D		1.440 días	9,50%					
Valor Nominal de cada Título	Valores de valor nominal unitario desde un dólar de los Estados Unidos de América (US\$1,00).								
Contrato de Underwriting:	La presente emisión de obligaciones no contempla contrato de underwriting para su colocación.								
Rescates anticipados:	No contempla rescates anticipados								
Sistema de Colocación:	El sistema de colocación es Bursátil.								
Agente Pagador:	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.								
Estructurador Financiero, Legal	Probokers Casa de Valores S.A.								
Agente Colocador:									
Representante de los Obligacionistas:	BondHolder Representative S.A.								
Destino de los recursos:	Los recursos captados en virtud del proceso de emisión de obligaciones de largo plazo se destinen en 100% a capital de trabajo, esto es el financiamiento de cuentas por cobrar, pago a proveedores de la compañía y/o compra de inventario, dejando expresa constancia de que en ningún caso se cancelarán pasivos con relacionadas.								
Resguardos de ley:	1. Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivos								
	2. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.								
	3. Mantener durante la vigencia de la Emisión de Obligaciones de Largo Plazo, la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1.25. Se entenderá por activos depurados al total de activos del emisor menos: los activos diferidos impuestos diferidos; los activos gravados; los activos en litigio y el monto de las impugnaciones tributarias independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren; los derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros; cuentas y documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo esté compuesto por bienes gravados; cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por conceptos ajenos a su objeto social; y, las inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas Complementarias								
Límite de Endeudamiento	el EMISOR se obliga en todo momento y mientras esté vigente la Emisión de Obligaciones de Largo Plazo, a Mantener un indicador (Pasivo neto sobre Patrimonio) no mayor a dos puntos cero (2.0) veces. Entiéndase al pasivo neto como el pasivo total, menos la caja e inversiones que la empresa tenga. (Pasivo Total – inversiones y fondos disponibles (caja)) / Patrimonio Total								
Mecanismo de Fortalecimiento	Adicionalmente, la presente emisión cuenta con un mecanismo de fortalecimiento a que consiste un fideicomiso de garantía denominado "FIDEICOMISO GARANTIA TEOJAMA COMERCIAL CUATRO" el cual mantendrá una cobertura de capital e interés del 120% del monto de la circulación.								

- Fuente: PROBROKERS S.A. CASA DE VALORES. / Elaboración: PCR

A la presente revisión, se ha colocado un total de 11.172.375,00 de la emisión vigente.

#### Resguardos de Ley:

- Los activos reales sobre los pasivos exigibles deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.

Resguardo de Ley		Cumplimiento ≥ 1
Activo Reales	131,756.28	1.14
Pasivo Totales	115,420.47	

Fuente: Teojama Comercial S. A. / Elaboración: PCR

*A la fecha de corte, el emisor cumple con el resguardo establecido.*

- No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.

*A la fecha de corte se cumple con el resguardo mencionado, el emisor no mantiene obligaciones en mora.*

- Mantener durante la vigencia de la emisión la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25, según lo establecido en el artículo 11 de la Sección I del Capítulo III, Título

III de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Mercado de Valores y Seguros (Libro II del Mercado de Valores) y demás normas pertinentes.

Resguardo de Ley		Cumplimiento ≥ 1,25
Activos Depurados	111,483,379.13	9.29
Obligaciones en Circulación	12,000,000.00	

Fuente: Teojama Comercial S. A. / Elaboración: PCR

A la fecha de corte, el emisor cumple con el resguardo establecido.

#### Límite de Endeudamiento

- El EMISOR se obliga en todo momento y mientras esté vigente la Emisión de Obligaciones de Largo Plazo, a Mantener un indicador (Pasivo neto sobre Patrimonio) no mayor a dos puntos cero (2.0) veces. Entiéndase al pasivo neto como el pasivo total, menos la caja e inversiones que la empresa tenga. (Pasivo Total – inversiones y fondos disponibles (caja)) / Patrimonio Total

Límite de Endeudamiento		Cumplimiento ≤ 2
Pasivo Neto	104,879,968.23	1.67
Patrimonio Total	62,893,891.66	

Fuente: Teojama Comercial S. A. / Elaboración: PCR

A la fecha de corte, el emisor cumple con el límite de endeudamiento establecido.

#### Destino de recursos

Los recursos captados en virtud del proceso de emisión de obligaciones de largo plazo se destinen en 100% a capital de trabajo, esto es el financiamiento de cuentas por cobrar, pago a proveedores de la compañía y/o compra de inventario, dejando expresa constancia de que en ningún caso se cancelarán pasivos con relacionadas.

#### Provisiones de recursos

De acuerdo con la planificación de pagos, y según el vencimiento de los valores de la emisión de largo plazo, el emisor considerará en el flujo de caja el pago de cada dividendo a fin de disponer de los recursos en la fecha prevista de pago.

#### Mecanismo de fortalecimiento

Adicionalmente, la presente emisión cuenta con un mecanismo de fortalecimiento, que consiste un fideicomiso de garantía denominado "FIDEICOMISO GARANTIA TEOJAMA COMERCIAL CUATRO". El cual mantendrá una cobertura de capital e interés del 120% del monto de la circulación.

A la constitución del referido fideicomiso, el emisor aportó CARTERA de su propiedad, bienes que constituyen la garantía a ejecutarse en caso de incumplimiento de las obligaciones por parte del emisor. En ese sentido, si no se realizaren los pagos a los inversionistas en las fechas previstas, el representante de los obligacionistas podrá solicitar se dé inicio al procedimiento de ejecución que se establece en el fideicomiso, a fin de enajenar los bienes que formarán parte del patrimonio autónomo correspondiente a fin de poder honrar con el dinero producto de la referida enajenación las obligaciones con los inversionistas.

#### Resguardos de ley:

Los resguardos establecidos por Ley vigentes, en detalle son los siguientes

Según el acta de la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas resuelve adoptar los siguientes resguardos a la emisión en los términos establecidos en la Codificación de Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores, y conforme a las resoluciones adoptadas en la mencionada Junta:

- Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivos.
- No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
- Mantener durante la vigencia de la emisión la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.

#### Límite de Endeudamiento:

Como límite de endeudamiento de la presente emisión la compañía se compromete a mantener Mantener un indicador (Pasivo neto sobre Patrimonio) no mayor a dos puntos cinco (2.0) veces. Entiéndase al pasivo neto como el pasivo total, menos la caja e inversiones que la empresa tenga. (Pasivo Total – inversiones y fondos disponibles (caja)) / Patrimonio Total.

#### Mecanismo de Fortalecimiento "Fideicomiso Garantía Teojama Comercial Cuatro"

Mediante escritura pública, el 11 de diciembre de 2023 Teojama Comercial S.A. como Originador y la compañía Fiducia S.A. Administradora de Fondos y Fideicomiso Mercantiles como Agente de Manejo, suscribieron la Escritura Pública del Fideicomiso Mercantil Irrevocable "FIDEICOMISO DE GARANTIA TEOJAMA COMERCIAL CUATRO".

El Fideicomiso es un patrimonio autónomo dotado de personalidad jurídica, separado e independiente de aquel o aquellos del originador, de la fiduciaria, del beneficiario, inversionistas o de terceros en general, así como; de todos los que correspondan a otros negocios fiduciarios manejados por la fiduciaria. De este modo, el patrimonio autónomo se conforma con los bienes y derechos aportados por el originador en su creación, y posteriormente se ha integrado por todos los activos, pasivos y contingentes que se generados en conformidad con el cumplimiento de la substancia del fideicomiso.

El presente FIDEICOMISO tiene por objeto principal que la CARTERA y los recursos que integrarán el patrimonio autónomo del FIDEICOMISO, sirvan como garantía de la cancelación y fuente de pago de las OBLIGACIONES, manteniendo así una cobertura de capital e interés del 120% del monto de la circulación.

En tal virtud el presente acto no constituye ni constituirá novación objetiva o subjetiva del pago de tales OBLIGACIONES, ni pone fin a las responsabilidades que el CONSTITUYENTE tiene con los OBLIGACIONISTAS, de modo que, si a través de la ejecución del presente contrato no es posible la extinción del pago de las OBLIGACIONES, corresponderá exclusivamente al CONSTITUYENTE satisfacer dicho pago con todos sus bienes presentes y futuros.

Para el cumplimiento del objeto del FIDEICOMISO, la FIDUCIARIA cumplirá las siguientes instrucciones fiduciarias:

6.1) Registrar contablemente como propiedad del FIDEICOMISO, el dinero transferido por el CONSTITUYENTE a la firma de la presente escritura, así como la CARTERA y demás recursos que el CONSTITUYENTE transferirá en el futuro. Posteriormente registrar todos los activos y pasivos que se generen mientras el FIDEICOMISO esté vigente, o hayan sido transferidos por la CONSTITUYENTE.

6.2) Abrir una o varias cuentas a nombre del FIDEICOMISO en las instituciones financieras que instruya el CONSTITUYENTE.

6.3) Suscribir con el CONSTITUYENTE el correspondiente contrato de administración y cobranza de la CARTERA en el formato que se adjunta, el cual ha sido aprobado por el REPRESENTANTE DE LOS OBLIGACIONISTAS; y, en caso de haberse iniciado el PROCEDIMIENTO CONVENCIONAL DE EJECUCIÓN, dar por terminado el referido contrato y suscribir uno nuevo con el ADMINISTRADOR DE CARTERA que designe el REPRESENTANTE DE LOS OBLIGACIONISTAS, en los términos y condiciones que éste disponga.

6.4) Validar mensualmente que el saldo de capital por vencer de la CARTERA cubra el PORCENTAJE DE COBERTURA. En caso de que el PORCENTAJE DE COBERTURA mínimo no se halle cubierto, la FIDUCIARIA comunicará de tal particular por escrito al CONSTITUYENTE, con copia al REPRESENTANTE DE LOS OBLIGACIONISTAS, a fin de que proceda a regularizar la situación mediante el aporte adicional de CARTERA en un plazo máximo de dos días hábiles a contarse desde el requerimiento realizado por la FIDUCIARIA en tal sentido. Si el CONSTITUYENTE no regulariza la situación en el plazo establecido en el presente numeral para este efecto, el REPRESENTANTE DE LOS OBLIGACIONISTAS podrá solicitar a la FIDUCIARIA dar inicio al PROCEDIMIENTO CONVENCIONAL DE EJECUCIÓN. Por el contrario, en el evento de que el referido PORCENTAJE DE COBERTURA sea mayor al mínimo estipulado en este instrumento, la FIDUCIARIA podrá restituir CARTERA al CONSTITUYENTE, a solo requerimiento de éste último, hasta por el monto que permita mantener en el patrimonio autónomo del FIDEICOMISO el referido PORCENTAJE DE COBERTURA mínimo, siempre que no se hubiere iniciado el PROCEDIMIENTO CONVENCIONAL DE EJECUCIÓN por cualquier causa según lo establecido en la cláusula décima del presente contrato.

6.5) Efectuar trimestralmente con el CONSTITUYENTE canjes de la CARTERA según las instrucciones que imparta el CONSTITUYENTE. El CONSTITUYENTE dispondrá de un término de cinco (5) días hábiles, contados a partir de la fecha de instrucción, para que efectúe tales canjes al FIDEICOMISO. Se aclara que el saldo de capital por vencer de la CARTERA que ingrese al FIDEICOMISO por canjes a efectuarse deberá ser igual o superior al saldo de capital de la CARTERA a ser canjeada. Los costos, gastos, honorarios y tributos que demanden estos canjes serán de cuenta del CONSTITUYENTE.

6.6) Iniciar el PROCEDIMIENTO CONVENCIONAL DE EJECUCIÓN cuando se cumplan las condiciones estipuladas en la cláusula décima de este instrumento y cumplir con las instrucciones previstas en dicha cláusula según corresponda.

6.7) Transferir íntegramente los bienes existentes en el patrimonio autónomo al CONSTITUYENTE o a quien éste hubiera cedido sus derechos fiduciarios una vez que: (i) El REPRESENTANTE DE LOS OBLIGACIONISTAS certifique que el CONSTITUYENTE ha cancelado las OBLIGACIONES en su totalidad; (ii) Se hubieren cancelado todos los pasivos, gastos y tributos del FIDEICOMISO; y, (iii) Se hubieren cancelado en su totalidad los honorarios de la FIDUCIARIA. Los bienes existentes en el patrimonio autónomo también podrán ser transferidos totalmente al CONSTITUYENTE o a quien éste hubiera cedido sus derechos, en el evento de que este FIDEICOMISO se dé por terminado por cualquiera de las causales previstas en la cláusula décima segunda de este instrumento, previa cancelación de todos los honorarios, costos, gastos, tributos y pasivos generados por la constitución, administración y liquidación del FIDEICOMISO.

6.8) Realizar todos los actos y celebrar todos los contratos de administración o de disposición que considere necesarios para cumplir con el objeto de este FIDEICOMISO, de tal manera que no sea la falta de instrucciones expresas, las que impidan su cumplimiento integral. La FIDUCIARIA queda expresamente autorizada a contratar, con cargo al FIDEICOMISO, terceros para el cumplimiento de las instrucciones impartidas, así como para el desarrollo del presente contrato, en caso de creerlo necesario.

Con lo antes expuesto, PCR considera que el mecanismo de fortalecimiento con el que cuenta la presente emisión brinda una garantía adicional a los inversionistas con el pago oportuno de sus obligaciones.

#### **Proyecciones de la Emisión:**

##### **Estado de Resultados**

A continuación, se contemplan las proyecciones del estado de resultados de Teojama Comercial S.A. que corresponden al período 2024-2028.

La Compañía tiene por objeto social la comercialización a escala nacional de vehículos automotores con sujeción y al amparo del ordenamiento jurídico ecuatoriano. Dentro de las actividades de la empresa se detallan, Mantenimiento y reparación de vehículos automotores: reparación mecánica, eléctrica, sistemas de inyección eléctricos, venta de vehículos nuevos y usados: vehículos especializados como: ambulancias y minibuses, incluido la venta al por mayor por comisionistas, Servicios de apoyo a la fabricación, ensamblaje y equipamiento de carrocerías para vehículos automotores, remolques y semirremolques a cambio de una retribución o por contrato, entre otras.

TEOJAMA COMERCIAL					
	dic-24	dic-25	dic-26	dic-27	dic-28
<b>Estado de Pérdidas y Ganancias (US\$ Miles)</b>					
Crecimiento %					
<b>Ingresos por Ventas</b>	<b>\$88.407</b>	<b>\$95.257</b>	<b>\$97.995</b>	<b>\$99.923</b>	<b>\$100.984</b>
Costo de Ventas	\$70.726	\$76.206	\$78.200	\$79.738	\$80.484
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>\$17.681</b>	<b>\$19.051</b>	<b>\$19.795</b>	<b>\$20.184</b>	<b>\$20.500</b>
Margen Bruto	20,00%	20,20%	20,20%	20,30%	20,30%
<b>Gastos de Venta</b>	<b>\$7.515</b>	<b>\$8.097</b>	<b>\$8.330</b>	<b>\$8.433</b>	<b>\$8.584</b>
% sobre ventas	8,50%	8,50%	8,50%	8,50%	8,50%
<b>Gastos Administrativos</b>	<b>\$10.320</b>	<b>\$10.693</b>	<b>\$10.921</b>	<b>\$11.153</b>	<b>\$11.153</b>
% sobre ventas	12%	11%	11%	11%	11%
Gastos operativos	\$17.819	\$18.745	\$19.235	\$19.632	\$19.948
% sobre ventas	20,20%	19,70%	19,60%	19,60%	19,80%
<b>Utilidad Operacional</b>	<b>\$-138</b>	<b>\$306</b>	<b>\$560</b>	<b>\$553</b>	<b>\$552</b>
Margen Operacional	-0,20%	0,30%	0,60%	0,60%	0,50%
<b>Gastos financieros</b>	<b>\$8.162</b>	<b>\$8.209</b>	<b>\$7.900</b>	<b>\$7.313</b>	<b>\$6.748</b>
% sobre ventas	8,60%	8,60%	8,60%	8,50%	8,50%
<b>Ingresos financieros</b>	<b>\$7.559</b>	<b>\$8.145</b>	<b>\$8.379</b>	<b>\$8.483</b>	<b>\$8.588</b>
% sobre ventas	8,60%	8,60%	8,60%	8,60%	8,60%
<b>Otros ingresos, neto</b>	<b>\$3.094</b>	<b>\$3.334</b>	<b>\$3.430</b>	<b>\$3.497</b>	<b>\$3.534</b>
% VENTAS	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%
<b>Otros Gastos</b>	<b>\$450</b>	<b>\$459</b>	<b>\$468</b>	<b>\$478</b>	<b>\$487</b>
% crecimiento	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
<b>Utilidad antes de Impuesto a la Renta</b>	<b>\$1.903</b>	<b>\$3.117</b>	<b>\$4.000</b>	<b>\$4.742</b>	<b>\$5.439</b>
Margen antes de Impuesto a la Renta	2,20%	3,30%	4,10%	4,70%	5,40%
Impuesto a la Renta	\$476	\$779	\$1.000	\$1.185	\$1.360
<b>Utilidad neta del año</b>	<b>\$1.427</b>	<b>\$2.338</b>	<b>\$3.000</b>	<b>\$3.556</b>	<b>\$4.079</b>
Margen neto	1,60%	2,50%	3,10%	3,60%	4,00%
Ganancias (pérdidas) actuariales	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
<b>Total resultado integral del año</b>	<b>\$1.427</b>	<b>\$2.338</b>	<b>\$3.000</b>	<b>\$3.556</b>	<b>\$4.079</b>

Las proyecciones anuales para la presente emisión se han definido en base al crecimiento y evolución del emisor dentro del mercado, a la fecha de corte, se observa un incremento interanual en 2,78%, que ha sido impulsada principalmente por las ventas de vehículos.

De acuerdo con las proyecciones realizadas, al finalizar el 2024 se espera que los ingresos contabilicen US\$ 88,41 millones, presentando un aumento del +15,48% con respecto a diciembre de 2023, comportamiento que refleja como crecimiento de la economía que ha presentado el país. dicha tendencia se mantiene ya que, a partir del año 2024, los ingresos presentarán una tendencia creciente, con una variación promedio anual del 3,41% hasta el año 2028, en donde llegarán a contabilizar US\$ 100,98 millones.

En cuanto a los costos de ventas, se observa dentro de las proyecciones que éstos crecerán en igual proporción que los ingresos con un promedio de 3,32%, aun así, se enfatiza el crecimiento del margen bruto superiores al 15%. Se adiciona, el comportamiento de los gastos operativos, rubro que integra el gasto por administración y venta en función del giro del negocio. Finalmente, se añade el 15% de participación de trabajadores y la deducción del 25% de impuesto a la renta permitiéndole a la entidad cerrar con utilidades positivas y favorables para la entidad que permitirán en los años contemplados exhibir indicadores de rentabilidad robustos.

Con todo, PCR considera que el emisor presenta una saludable capacidad de generación de flujos en concordancia a las proyecciones y de las condiciones de mercado, derivado de su posicionamiento y adecuada administración de capital de trabajo. Esto le ha permitido al emisor cumplir en tiempo y forma con sus obligaciones tanto con el mercado de valores, así como con las instituciones financieras con las que se mantiene relación. El reconocimiento y posicionamiento del originador en el mercado automotriz del país sustenta la consolidación de los activos totales, así como de los resultados en el tiempo proyectado.

## Garantía de la Emisión

Pacific Credit Rating ha recibido por parte del emisor el certificado de activos libres de gravamen al corte de 30 de junio de 2024, es así como el monto máximo a emitir es de US\$ 106,41 millones; por lo que, la presente emisión en circulación se encuentra dentro del monto máximo permitido por Ley.

Activos Libres de Gravamen junio 2024 (US\$)	
Detalle	Monto US\$
<b>Activo Total</b>	<b>178,314,364</b>
(-) Activos Gravados	42,867,889
(-) Activos Diferidos e Intangibles	11,413,998
(-) Impuestos Diferidos	0
(-) Activos en Litigio	0
(-) Impugnaciones Tributarias	0
(-) Monto no redimido de Emisiones en Circulación	0
(-) Monto no redimido de Titularización de Flujos en Circulación	0
(-) Derechos Fiduciarios en Fideicomiso en Garantía	0
(-) Documentos por cobrar provenientes de la negociación de Derechos Fiduciarios	0
(-) Saldo de valores no redimido de REVNI	12,000,000
(-) Inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no cotizan en bolsa o mercados regulados y que sean vinculadas con el emisor	549,098
<b>Total de Activos Libres de Gravamen</b>	<b>111,483,379</b>
<b>80% del total de activos libres de gravamen</b>	<b>89,186,703</b>
<b>Monto de la emisión</b>	<b>12,000,000</b>
<b>Monto a emitir / monto maximo a emitir</b>	<b>13.45%</b>
<b>Cumplimiento menor al 80%</b>	<b>SI</b>

Fuente: Teojama Comercial S.A. / Elaboración: PCR

Adicional, la Calificadora ha revisado que, al 30 de junio de 2024, los valores que mantiene el emisor en el mercado de valores y los montos pendientes por colocar se encuentran bajo el 200% de su patrimonio, según lo estipulado en la normativa.

Monto Máximo de Valores en Circulación (US\$) – Al 30 de junio de 2024	
Detalle	Valor
<b>Patrimonio</b>	<b>62,893,892</b>
<b>200% Patrimonio</b>	<b>125,787,783</b>
Monto no redimido de obligaciones en circulación	0
Monte por emitirse	12,000,000
<b>Total Valores en Circulación y por Colocar</b>	<b>12,000,000</b>
<b>Total Valores en Circulación y por Emitirse / Patrimonio (debe ser menor al 200%)</b>	<b>19.08%</b>

Fuente: Teojama Comercial S.A. / Elaboración: PCR

Para Teojama Comercial S.A el saldo con instituciones financiera de valores ocupa una prelación de pago 2, la cual está respaldada por los activos libres de gravamen en 7,50 veces a la fecha de corte.

Posición Relativa de la Garantía General (US\$ miles)				
Orden de Prelación de Pagos	Primera	Segunda	Tercera	Cuarta
Detalle	IESS, SRI, Empleados	Mercado de Valores	Bancos	Proveedores
Saldo Contable	2,861.06	12,000.00	88,403.63	6,390.87
Passivo Acumulado	2,861.06	14,861.06	103,264.68	109,655.55
<b>Fondos Líquidos (Caja y Bancos)</b>	<b>829.42</b>			
<b>Activos Libres de Gravamen + saldo emisiones en circulación</b>	<b>111,483.38</b>			
Cobertura Fondos Líquidos	0.29	0.06	0.01	0.01
Cobertura ALG	38.97	7.50	1.08	1.02

Fuente: Teojama Comercial S.A. / Elaboración: PCR

## Metodología utilizada

- Manual de Procedimientos de Calificación de Riesgo-Ecuador

## Información utilizada para la Calificación

- Información financiera:** Estados Financieros auditados de Teojama Comercial para el año 2018, 2019, 2020, 2021 y 2022. Además, se empleó información interna con corte del mes de diciembre de 2022 y 2023.
- Prospecto de Oferta Pública
- Escritura de Constitución de Emisión de Obligaciones
- Certificado de Activos Libres de Gravamen con corte junio 2024
- Otros papeles de trabajo

## Presencia Bursátil

### Situación del Mercado de Valores:

El mercado de valores es un mecanismo en el que se realizan todas las operaciones de inversión, dirigidas al financiamiento de diferentes actividades que generan una rentabilidad. Esto, se lo realiza a través de la emisión y negociación de valores, de corto o largo plazo, así como con operaciones realizadas de forma directa en las Bolsas de Valores. Entre las principales ventajas del mercado de valores está, que es un mercado organizado, eficaz y transparente en donde la intermediación es competitiva, estimula la generación de ahorro que deriva en inversión, genera un flujo importante y permanente de recursos para el financiamiento a mediano y largo plazo, entre otras.

En Ecuador se encuentra acoplándose a las alternativas de financiamiento e inversión que ofrece el mercado bursátil, todo ello reflejado en los montos negociados del mercado secundario que en 2019 evidenció una participación del 12% y durante el 2020 un 13%; mientras que la diferencia se ubica en el mercado primario. Uno de los motivos por lo que se ve involutivo este mercado se debe a la competencia presentada por las instituciones financieras. Para el 2021, el monto bursátil nacional negociado fue de US\$ 15.702 millones lo que representa un 14,8% del PIB ecuatoriano y refleja un dinamismo del 32,08% en comparación con su similar periodo anterior.

Para diciembre de 2022, el monto bursátil nacional negociado ascendió a US\$ 113.783 millones con una ponderación de 11,8% en el PIB. Para junio de 2023, el valor ascendió a US\$ 6.587 millones lo que reflejó una participación sobre el PIB del 5,4% y corresponde a las negociaciones realizadas en las Bolsas de Valores de Quito y Guayaquil. Al analizar el mercado por sector, se puede notar que los títulos emitidos por el sector privado evidenciaron una mayor participación, representando el 57,18%, mientras que los del sector público, ponderaron el 42,82%<sup>4</sup>.

Los principales sectores que participan en el mercado bursátil a nivel nacional, a junio 2023, son el Comercial (29,74%), seguido del Industrial (24,18%), Servicios (12,09%), Agrícola, Ganadero, Pesquero y Maderero (11,44%) y la diferencia se ubica en otros 6 sectores con una participación individual inferior. De todos estos emisores, el 82,59% corresponde a las provincias Guayas y Pichincha; es decir, las principales ciudades del país son los más importantes dinamizadores del mercado de valores en el Ecuador, comportamiento observado durante los últimos periodos de análisis.

El 2020 fue un año desafiante para el Mercado bursátil ecuatoriano, en primera instancia la Crisis Sanitaria por Covid-19 afectó a la liquidez de la economía en general, varias empresas se vieron afectadas por lo coyuntura por lo que incluso de los 333 emisores en la bolsa del país, un 15% se acogió a la Resolución que emitió la Junta de Regulación Financiera en donde reprogramaron el pago de cuotas de capital con el objetivo de no ajustar la liquidez. Otro evento clave fue la intervención de varios partícipes de mercado bursátil (Casa de Valores y Depósito Centralizado de Valores) tras las investigaciones por parte de la Fiscalía y la Superintendencia de Compañías luego que el Ministerio de Gobierno emitiera sus denuncias por movimientos extrabursátiles en los que el Instituto de Seguridad Social de la Policía invirtió US\$ 532 millones; proceso que impactó negativamente la imagen del mercado.

A pesar de que durante el 2020 se observó un leve incremento en las negociaciones en comparación con el 2019, este comportamiento obedece más a transacciones de títulos en el mercado primario. Para el 2021, la economía se reactivó paulatinamente, haciendo que el consumo de los hogares se incremente y las actividades económicas regresen a la normalidad, es así como, se observa que para este año se reportaron un total de US\$ 15.701,59 millones de montos negociados a nivel nacional en donde el 85% se encontraba en el mercado primario y 15% en el mercado secundario. Para diciembre de 2022 se reportaron US\$ 13.451,65 millones de los cuales el 81% se encuentran en el mercado primario y el resto (19%) en el secundario. Mientras que, a junio de 2023, se reportaron US\$ 6.586,97 millones de montos negociados de los cuales el 80,76% pertenecen al mercado primario y el restante (19,24%) pertenecen al mercado secundario.

#### **Indicador de Presencia Bursátil**

La presencia bursátil, es un indicador que permite medir la liquidez de los valores sean éstos de renta fija o variable<sup>5</sup>. Cuyo principal objetivo es dar a conocer al inversionista que tan fácil puede ser negociado un valor en el mercado secundario. Para su cálculo se considera la siguiente formula:

$$\text{Indicador presencia bursátil} = \frac{\text{Nº de días negociados mes}}{\text{Nº de ruedas mes}}$$

A la fecha de corte Teojama Comercial mantiene los siguientes instrumentos en el mercado de valores

Presencia Bursátil (US\$)				
Instrumento	Resolución Aprobatoria	Monto Autorizado	Saldo de capital jun-24	Calificaciones
Novena Emisión de Obligaciones	SCVS-IRQ-DRMV-2020-00006462	15.000.000,00	11.172.375,00	Pacific Credit Ratings AA+ (31/12/2023)
<b>Total</b>		<b>15.000.000</b>	<b>11.172.375,00</b>	

Fuente: Teojama Comercial S.A / Elaboración: PCR

#### **Hechos de Importancia**

No se remitieron hechos de importante al corte de junio de 2024.

<sup>4</sup> Cifras tomadas a junio de 2023 de la Bolsa de Valores de Quito, *Boletines Mensuales*

<sup>5</sup> Sección II, Capítulo XVI del Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros: "Conformación Accionaria y Presencia Bursátil" Art. 10, numerales 2 y 5

## Anexos

---

**Clase A (USD Miles)**

Días	Período	Interés	Capital	Recuperación	SaldoCapital	Valor Presente	% Amortización de capital
0	0				1.000,00	0	0
90	1	21,88	0,00	21,88	1.000,00	21,41	0,00%
180	2	21,88	500,00	521,88	500,00	499,77	50,00%
270	3	10,94	0,00	10,94	500,00	10,25	0,00%
360	4	10,94	500,00	510,94	0,00	468,57	50,00%
		65,63	1.000,00	1.065,63	TOTALES	1.000,00	100,00000%

**Clase B (USD Miles)**

Días	Período	Interés	Capital	Recuperación	SaldoCapital	Valor Presente	% Amortización de capital
0	0				1.000,00	0	0
90	1	22,50	0,00	22,50	1.000,00	22,00	0,00%
180	2	22,50	250,00	272,50	750,00	260,64	25,00%
270	3	16,88	0,00	16,88	750,00	15,79	0,00%
360	4	16,88	250,00	266,88	500,00	244,15	25,00%
450	5	11,25	0,00	11,25	500,00	10,07	0,00%
540	6	11,25	250,00	261,25	250,00	228,60	25,00%
630	7	5,63	0,00	5,63	250,00	4,81	0,00%
720	8	5,63	250,00	255,63	0,00	213,94	25,00%
		112,50	1.000,00	1.112,50	TOTALES	1.000,00	100,00000%

**Clase C (USD Miles)**

Días	Período	Interés	Capital	Recuperación	SaldoCapital	Valor Presente	% Amortización de capital
0	0				4.000,00	0	0
90	1	92,50	0,00	92,50	4.000,00	90,41	0,00%
180	2	92,50	666,40	758,90	3.333,60	724,98	16,66%
270	3	77,09	0,00	77,09	3.333,60	71,98	0,00%
360	4	77,09	666,40	743,49	2.667,20	678,52	16,66%
450	5	61,68	0,00	61,68	2.667,20	55,02	0,00%
540	6	61,68	666,40	728,08	2.000,80	634,76	16,66%
630	7	46,27	0,00	46,27	2.000,80	39,43	0,00%
720	8	46,27	666,40	712,67	1.334,40	593,55	16,66%
810	9	30,86	0,00	30,86	1.334,40	25,12	0,00%
900	10	30,86	666,40	697,26	668,00	554,76	16,66%
990	11	15,45	0,00	15,45	668,00	12,01	0,00%
1080	12	15,45	668,00	683,45	0,00	519,47	16,70%
		647,69	4.000,00	4.647,69	TOTALES	4.000,00	100,00000%

**Clase D (USD Miles)**

Días	Período	Interés	Capital	Recuperación	SaldoCapital	Valor Presente	% Amortización de capital
0	0				6.000,00	0	0
90	1	142,50	0,00	142,50	6.000,00	139,19	0,00%
180	2	142,50	750,00	892,50	5.250,00	851,57	12,50%
270	3	124,69	0,00	124,69	5.250,00	116,21	0,00%
360	4	124,69	750,00	874,69	4.500,00	796,30	12,50%
450	5	106,88	0,00	106,88	4.500,00	95,04	0,00%
540	6	106,88	750,00	856,88	3.750,00	744,31	12,50%
630	7	89,06	0,00	89,06	3.750,00	75,57	0,00%
720	8	89,06	750,00	839,06	3.000,00	695,41	12,50%
810	9	71,25	0,00	71,25	3.000,00	57,68	0,00%
900	10	71,25	750,00	821,25	2.250,00	649,44	12,50%
990	11	53,44	0,00	53,44	2.250,00	41,28	0,00%
1080	12	53,44	750,00	803,44	1.500,00	606,21	12,50%
1170	13	35,63	0,00	35,63	1.500,00	26,26	0,00%
1260	14	35,63	750,00	785,63	750,00	565,59	12,50%
1350	15	17,81	0,00	17,81	750,00	12,53	0,00%
1440	16	17,81	750,00	767,81	0,00	527,42	12,50%
		1.282,50	6.000,00	7.282,50	TOTALES	6.000,00	100,00000%

**Estado de Resultados proyectado trimestral para los períodos comprendidos entre 2024 y 2028**

TEOJAMA COMERCIAL	mar-24	jun-24	sep-24	dic-24	mar-25	jun-25	sep-25	dic-25	mar-26	jun-26	sep-26	dic-26
Estado de Pérdidas y Ganancias (US\$ Miles)	Proyectados											
<b>Ingresos por Ventas</b>	\$22.102	\$44.204	\$66.305	\$88.407	\$23.814	\$47.629	\$71.443	\$95.257	\$24.499	\$48.997	\$73.496	\$97.995
Costo de Ventas	\$17.681	35.363	53.044	\$70.726	\$19.051	38.103	57.154	\$76.206	\$19.550	39.100	58.650	\$78.200
<b>Utilidad Bruta</b>	\$4.420	\$8.841	\$13.261	\$17.681	\$4.763	\$9.526	\$14.289	\$19.051	\$4.949	\$9.897	\$14.846	\$19.795
<i>Margen Bruto</i>	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,2%	20,2%	20,2%	20,2%
<b>Gastos de Venta</b>	\$1.879	\$3.757	\$5.636	\$7.515	\$2.024	\$4.048	\$6.073	\$8.097	\$2.082	\$4.165	\$6.247	\$8.330
% sobre ventas					8,5%				8,5%			8,5%
<b>Gastos Administrativos</b>	\$2.576	\$5.152	\$7.728	\$10.305	\$2.662	\$5.324	\$7.986	\$10.648	\$2.726	\$5.453	\$8.179	\$10.905
% sobre ventas	12%	12%	12%	12%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%
Gastos operativos	\$4.455	\$8.910	\$13.364	\$17.819	\$4.686	\$9.373	\$14.059	\$18.745	\$4.809	\$9.617	\$14.426	\$19.235
% sobre ventas	20,2%	20,2%	20,2%	20,2%	19,7%	19,7%	19,7%	19,7%	19,6%	19,6%	19,6%	19,6%
<b>Utilidad Operacional</b>	-\$34	-\$69	-\$103	-\$138	\$77	\$153	\$230	\$306	\$140	\$280	\$420	\$560
<i>Margen Operacional</i>	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
<b>Gastos financieros</b>	\$2.158	\$4.283	\$6.205	\$8.162	\$2.130	\$4.204	\$6.125	\$8.209	\$2.065	\$4.066	\$5.915	\$7.900
Ingresos financieros	\$1.890	\$3.780	\$5.669	\$7.559	\$2.036	\$4.072	\$6.109	\$8.145	\$2.095	\$4.189	\$6.284	\$8.379
% sobre ventas	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%
<b>Otros ingresos, neto</b>	\$774	\$1.547	\$2.321	\$3.094	\$834	\$1.667	\$2.501	\$3.334	\$857	\$1.715	\$2.572	\$3.430
% VENTAS					3,5%				3,5%			3,5%
<b>Otros Gastos</b>	\$113	\$225	\$338	\$450	\$115	\$230	\$344	\$459	\$117	\$234	\$351	\$468
% crecimiento	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,0%
<b>Utilidad antes de Impuesto a la Renta</b>	\$358	\$750	\$1.344	\$1.903	\$701	\$1.458	\$2.369	\$3.117	\$910	\$1.885	\$3.011	\$4.000
<i>Margen antes de Impuesto a la Renta</i>	1,6%	1,7%	2,0%	2,2%	2,9%	3,1%	3,3%	3,3%	3,7%	3,8%	4,1%	4,1%
Impuesto a la Renta	\$0	\$0	\$0	\$0	\$476	\$0	\$0	\$779	\$0	\$0	\$0	\$1.000
<b>Utilidad neta del año</b>	\$358	\$750	\$1.344	\$1.427	\$701	\$1.458	\$2.369	\$2.338	\$910	\$1.885	\$3.011	\$3.000
<i>Margen neto</i>	1,6%	1,7%	2,0%	1,6%	2,9%	3,1%	3,3%	2,5%	3,7%	3,8%	4,1%	3,1%
<i>Ganancias (pérdidas) actuariales</i>				\$0				\$0			\$0	
<b>Total resultado integral del año</b>	\$358	\$750	\$1.344	\$1.427	\$701	\$1.458	\$2.369	\$2.338	\$910	\$1.885	\$3.011	\$3.000

TEOJAMA COMERCIAL	mar-27	jun-27	sep-27	dic-27	mar-28	jun-28	sep-28	dic-28
<b>Estado de Pérdidas y Ganancias (US\$ Miles)</b>	<b>Proyectados</b>							
<b>Ingresos por Ventas</b>	<b>\$24.981</b>	<b>\$49.961</b>	<b>\$74.942</b>	<b>\$99.923</b>	<b>\$25.246</b>	<b>\$50.492</b>	<b>\$75.738</b>	<b>\$100.984</b>
Costo de Ventas	\$19.935	39.869	59.804	\$79.738	\$20.121	40.242	60.363	\$80.484
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>\$5.046</b>	<b>\$10.092</b>	<b>\$15.138</b>	<b>\$20.184</b>	<b>\$5.125</b>	<b>\$10.250</b>	<b>\$15.375</b>	<b>\$20.500</b>
<i>Margen Bruto</i>	20,2%	20,2%	20,2%	20,2%	20,3%	20,3%	20,3%	20,3%
<b>Gastos de Venta</b>	<b>\$2.123</b>	<b>\$4.247</b>	<b>\$6.370</b>	<b>\$8.493</b>	<b>\$2.146</b>	<b>\$4.292</b>	<b>\$6.438</b>	<b>\$8.584</b>
% sobre ventas				8,5%				8,5%
<b>Gastos Administrativos</b>	<b>\$2.785</b>	<b>\$5.569</b>	<b>\$8.354</b>	<b>\$11.138</b>	<b>\$2.841</b>	<b>\$5.682</b>	<b>\$8.523</b>	<b>\$11.364</b>
% sobre ventas	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%
Gastos operativos	\$4.908	\$9.816	\$14.724	\$19.632	\$4.987	\$9.974	\$14.961	\$19.948
% sobre ventas	19,6%	19,6%	19,6%	19,6%	19,8%	19,8%	19,8%	19,8%
<b>Utilidad Operacional</b>	<b>\$138</b>	<b>\$276</b>	<b>\$415</b>	<b>\$553</b>	<b>\$138</b>	<b>\$276</b>	<b>\$414</b>	<b>\$552</b>
<i>Margen Operacional</i>	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
<b>Gastos financieros</b>	<b>\$1.930</b>	<b>\$3.777</b>	<b>\$5.483</b>	<b>\$7.313</b>	<b>\$1.788</b>	<b>\$3.482</b>	<b>\$5.057</b>	<b>\$6.748</b>
<b>Ingresos financieros</b>	<b>\$2.121</b>	<b>\$4.241</b>	<b>\$6.362</b>	<b>\$8.483</b>	<b>\$2.147</b>	<b>\$4.294</b>	<b>\$6.441</b>	<b>\$8.588</b>
% sobre ventas	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
<b>Otros ingresos, neto</b>	<b>\$874</b>	<b>\$1.749</b>	<b>\$2.623</b>	<b>\$3.497</b>	<b>\$884</b>	<b>\$1.767</b>	<b>\$2.651</b>	<b>\$3.534</b>
% VENTAS				3,5%				3,5%
<b>Otros Gastos</b>	<b>\$119</b>	<b>\$239</b>	<b>\$358</b>	<b>\$478</b>	<b>\$122</b>	<b>\$244</b>	<b>\$365</b>	<b>\$487</b>
% crecimiento	0,0%	0,0%	0,0%	2,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,0%
<b>Utilidad antes de Impuesto a la Renta</b>	<b>\$1.084</b>	<b>\$2.251</b>	<b>\$3.558</b>	<b>\$4.742</b>	<b>\$1.258</b>	<b>\$2.612</b>	<b>\$4.084</b>	<b>\$5.439</b>
<i>Margen antes de Impuesto a la Renta</i>	4,3%	4,5%	4,7%	4,7%	5,0%	5,2%	5,4%	5,4%
Impuesto a la Renta	\$0	\$0	\$0	\$1.185	\$0	\$0	\$0	\$1.360
<b>Utilidad neta del año</b>	<b>\$1.084</b>	<b>\$2.251</b>	<b>\$3.558</b>	<b>\$3.556</b>	<b>\$1.258</b>	<b>\$2.612</b>	<b>\$4.084</b>	<b>\$4.079</b>
<i>Margen neto</i>	4,3%	4,5%	4,7%	3,6%	5,0%	5,2%	5,4%	4,0%
<i>Ganancias (pérdidas) actuariales</i>				\$0				\$0
<b>Total resultado integral del año</b>	<b>\$1.084</b>	<b>\$2.251</b>	<b>\$3.558</b>	<b>\$3.556</b>	<b>\$1.258</b>	<b>\$2.612</b>	<b>\$4.084</b>	<b>\$4.079</b>

## Anexos

Anexo: Estado de Situación Financiera y Estado de Resultados Integrales (US\$ Miles)							
TEOJAMA COMERCIAL S.A.							
Estados Financieros Individuales	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	jun-23	dic-23	jun-24
<b>Estado de Situación Financiera</b>							
Efectivo y equivalentes de efectivo	4,301	2,417	2,309	2,787	1,803	829	3,580
Inversiones en activos financieros	2,668	1,974	10,566	517	1,543	704	6,961
Cuentas por cobrar comerciales	49,601	43,386	39,428	50,140	37,658	40,495	38,576
Cuentas por cobrar relacionadas	12,161	14,462	8,211	11,767	-	-	-
Anticipos y Otras cuentas por cobrar	789	702	1,186	598	1,489	7,419	5,643
Inventarios de vehículos	15,814	4,508	7,402	5,488	16,054	5,091	8,776
Inventarios general	16,164	12,850	9,422	16,072	11,374	13,973	10,782
Activos por contratos	-	-	2,566	4,324	-	2,863	-
Otros activos	1,288	1,148	814	479	12,681	3,953	15,609
Impuestos por recuperar	3,173	6,092	7,305	8,412	8,936	7,994	4,992
<b>Activo Corriente</b>	<b>105,959</b>	<b>87,539</b>	<b>89,209</b>	<b>100,585</b>	<b>91,539</b>	<b>83,322</b>	<b>94,918</b>
Propiedad, Planta y Equipo	41,864	41,498	45,403	44,363	43,414	47,728	47,473
Intangibles	-	-	-	-	-	-	-
Activos por derecho de uso	959	4,373	3,022	723	-	-	-
Inversiones en subsidiarias y asociadas	423	423	471	686	537	560	549
Otros activos de largo plazo	-	-	-	511	-	4,703	5,133
Cuentas por cobrar comerciales LP	49,902	44,379	44,035	32,243	30,402	28,140	30,241
Cuentas por cobrar Relacionadas LP	-	-	-	-	-	-	-
<b>Activo No Corriente</b>	<b>93,147</b>	<b>90,673</b>	<b>92,931</b>	<b>78,526</b>	<b>74,353</b>	<b>81,131</b>	<b>83,396</b>
<b>Activo Total</b>	<b>199,106</b>	<b>178,212</b>	<b>182,140</b>	<b>179,110</b>	<b>165,891</b>	<b>164,453</b>	<b>178,314</b>
Obligaciones instituciones financieras CP	56,768	34,725	48,589	58,313	53,585	70,587	44,640
Mercado de Valores CP	11,250	15,143	9,330	4,590	2,243	-	702
Cuentas por pagar a Proveedores	27,939	23,637	23,593	11,246	9,886	9,784	6,391
Cuentas por pagar a Relacionadas	136	73	-	593	-	-	-
Pasivos por arrendamiento	781	786	672	298	-	-	-
Anticipos recibidos de clientes	2,654	512	1,360	182	614	389	280
Impuestos por pagar	220	141	343	1,006	371	362	741
Provisiones	934	736	1,024	-	-	862	-
Otros pasivos corrientes	-	-	-	-	4,411	-	5,280
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>100,682</b>	<b>75,753</b>	<b>84,910</b>	<b>76,228</b>	<b>71,110</b>	<b>81,984</b>	<b>58,035</b>
Obligaciones instituciones financieras LP	8,501	21,529	25,698	41,269	34,349	16,847	43,764
Mercado de Valores LP	14,063	13,920	4,590	-	-	-	11,172
Cuentas por pagar Relacionadas LP	470	-	-	-	-	-	-
Provisiones por beneficios a empleados	2,731	2,891	2,693	2,850	2,605	2,392	2,120
Impuesto a la Renta diferido	1,161	1,161	-	-	-	-	-
Pasivo por Arrendamiento	194	3,644	2,494	360	359	357	330
<b>Pasivo No Corriente</b>	<b>27,120</b>	<b>43,145</b>	<b>35,476</b>	<b>44,479</b>	<b>37,313</b>	<b>19,596</b>	<b>57,386</b>
<b>Pasivo Total</b>	<b>127,802</b>	<b>118,899</b>	<b>120,386</b>	<b>120,707</b>	<b>108,423</b>	<b>101,580</b>	<b>115,420</b>
Capital social	55,000	55,000	55,000	55,000	55,000	55,000	55,000
Reservas	6,020	6,177	6,177	6,177	6,271	6,177	6,283
Superávit de Revaluación Acumulado	-	-	6,077	5,434	5,434	9,861	9,393
Resultados acumulados	9,201	10,238	-4,413	-5,215	-8,012	-8,260	-7,472
Resultados del Ejercicio	1,083	-12,101	-1,088	-2,993	-1,225	94	-310
<b>Total Patrimonio</b>	<b>71,304</b>	<b>59,314</b>	<b>61,753</b>	<b>58,403</b>	<b>57,468</b>	<b>62,872</b>	<b>62,894</b>
<b>Total pasivo + patrimonio</b>	<b>199,106</b>	<b>178,212</b>	<b>182,140</b>	<b>179,110</b>	<b>165,891</b>	<b>164,452</b>	<b>178,314</b>
<b>Deuda Financiera</b>	<b>90,582</b>	<b>85,317</b>	<b>88,207</b>	<b>104,172</b>	<b>90,177</b>	<b>87,434</b>	<b>100,278</b>
Corto Plazo	68,018	49,868	57,919	62,903	55,828	70,587	45,342
Largo Plazo	22,564	35,449	30,288	41,269	34,349	16,847	54,936
<b>Estado de Resultados Integrales</b>							
Ingresos Operacionales	100,690	63,564	66,751	74,489	37,752	76,557	36,690
(-) Costos de ventas vehículos	83,433	53,510	56,764	60,330	30,550	61,277	28,852
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>17,257</b>	<b>10,054</b>	<b>9,987</b>	<b>14,159</b>	<b>7,202</b>	<b>15,280</b>	<b>7,838</b>
Gastos de Venta	7,103	7,113	6,518	7,655	4,812	8,284	4,364
Gastos Administrativos	13,303	13,944	10,907	9,480	4,262	7,686	4,360
<b>Utilidad Operativa</b>	<b>-3,149</b>	<b>-11,003</b>	<b>-7,439</b>	<b>-2,976</b>	<b>-1,872</b>	<b>-690</b>	<b>-886</b>
(-) Gastos Financieros	8,134	8,141	7,618	6,237	4,196	8,274	3,103
(+) Ingresos Financieros	-12,601	-8,150	-13,778	-6,035	-3,648	-6,539	-3,498
(+) Otros Ingresos gastos neto	49	1,107	-191	-185	-1,426	-2,572	-876
<b>Resultado antes de Participaciones e Impuestos:</b>	<b>1,269</b>	<b>-12,101</b>	<b>-1,088</b>	<b>-2,993</b>	<b>-995</b>	<b>146</b>	<b>386</b>
(-) Impuesto a la renta por pagar	186	-	-	-	-	53	-
<b>Utilidad (Perdida) Neta del Ejercicio</b>	<b>1,083</b>	<b>-12,101</b>	<b>-1,088</b>	<b>-2,993</b>	<b>-995</b>	<b>93</b>	<b>386</b>
<b>Otros resultados integrales</b>	<b>116</b>	<b>111</b>	<b>3,528</b>	<b>-357</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Utilidad Neta y Resultado integral del año</b>	<b>1,199</b>	<b>-11,990</b>	<b>2,440</b>	<b>-3,350</b>	<b>-995</b>	<b>93</b>	<b>386</b>

Fuente: Teojama Comercial S.A / Elaboración: PCR

Anexo: Márgenes e Indicadores Financieros (% , Miles US\$, veces y días)							
TEOJAMA COMERCIAL S.A.							
Márgenes e Indicadores Financieros	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	jun-23	dic-23	jun-24
<b>Márgenes</b>							
Costos de Venta / Ingresos	82.86%	84.18%	85.04%	80.99%	80.92%	80.04%	78.64%
Margen Bruto	17.14%	15.82%	14.96%	19.01%	19.08%	19.96%	21.36%
Gastos Operacionales / Ingresos	7.05%	11.19%	9.77%	10.28%	12.75%	10.82%	11.89%
Margen EBIT	-3.13%	-17.31%	-11.14%	-3.99%	-4.96%	-0.90%	-2.42%
Gastos Financieros/Ingresos	8.08%	12.81%	11.41%	8.37%	11.12%	10.81%	8.46%
Margen Neto	1.08%	-19.04%	-1.63%	-4.02%	-2.64%	0.12%	1.05%
Margen EBITDA	-1.02%	-12.87%	-8.10%	-1.12%	1.04%	2.29%	3.84%
<b>EBITDA y Cobertura</b>							
Depreciación y Amortización	2,120	2,824	2,029	2,143	2,264	2,444	2,294
EBITDA (Sensibilizado)	11,572	-29	8,369	5,202	8,081	8,293	9,810
EBITDA (acumulado)	-1,029	-8,179	-5,409	-832	392	1,754	1,407
EBITDA (12 meses) / Gastos Financieros (12 meses)	1.42	-0.00	1.10	0.83	1.93	1.00	3.16
EBITDA (12 meses) / Deuda Financiera Corto Plazo	0.17	-0.00	0.14	0.08	0.14	0.12	0.22
EBITDA (12 meses) / Deuda Financiera	0.13	-0.00	0.09	0.05	0.09	0.09	0.10
EBITDA (12 meses) / Pasivo total	0.09	-0.00	0.07	0.04	0.07	0.08	0.08
<b>Solvencia</b>							
Pasivo Corriente / Pasivo Total	0.79	0.64	0.71	0.63	0.66	0.81	0.50
Pasivo No Corriente / Pasivo Total	0.21	0.36	0.29	0.37	0.34	0.19	0.50
Deuda Financiera / Patrimonio	1.27	1.44	1.43	1.78	1.57	1.39	1.59
Deuda Financiera / Pasivo Total	0.71	0.72	0.73	0.86	0.83	0.86	0.87
Pasivo Total / Patrimonio	1.79	2.00	1.95	2.07	1.89	1.62	1.84
Deuda Financiera / EBITDA (12 meses)	8	-2,963	11	20	11	11	10
Pasivo Total / EBITDA (12 meses)	11	-4,130	14	23	13	12	12
<b>Rentabilidad</b>							
ROA (12 meses)	0.60%	-6.73%	1.34%	-1.87%	-1.20%	0.06%	0.43%
ROE (12 meses)	1.68%	-20.21%	3.95%	-5.74%	-3.46%	0.15%	1.23%
<b>Liquidez</b>							
Liquidez General	1.05	1.16	1.05	1.32	1.29	1.02	1.64
Prueba Acidia	0.90	1.10	0.96	1.25	1.06	0.95	1.48
Capital de Trabajo	5,277	11,785	4,298	24,357	20,429	1,338	36,883
<b>Rotación</b>							
Días de Cuentas por Cobrar Comerciales	356	497	450	398	325	323	338
Días de Cuentas por Pagar	121	159	150	67	58	57	40
Días de Inventarios Vehículos	68	30	47	33	95	30	55
Días de Inventarios	70	86	60	96	67	82	67
Ciclo de Conversión de Efectivo	234	282	288	268	294	213	285

Fuente: Teojama Comercial S.A / Elaboración: PCR

Atentamente,

Econ. Santiago Coello  
Gerente General  
Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A.

Ing. Marco Lasso  
Analista