

Ecuador

CASABACA S.A.

## RATINGS

Tipo Instrumento	Rating Actual	Rating Anterior	Fecha de Cambio
Tercera Obligación en Circulación	A	A	15-03-07

## DESCRIPCIÓN DE LA TERCERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES EN CIRCULACIÓN

Monto Original:	USD. 4.000.000
Monto en Circulación:	USD.3.488.000
Plazo:	1.260 días.
Próximo Vencimiento:	25.06.07
Vencimiento Final:	31.12.08
Tasa de interés:	TPR del Banco Central más 4 puntos.
Amortización de capital:	6 cupones de capital. Amortización de capital cada 180 días después de transcurridos 360 días desde la fecha en que la obligación se ponga en circulación.
Pago de intereses:	Trimestral.
Garantía:	General.
Destino de la emisión:	Reestructuración de pasivos de corto plazo y Capital Trabajo
Calificadora de riesgos:	BankWach Ratings S.A.
Agente Pagador	Banco del Pichincha C.A.
Agente Colocador	Picaval S.A
Representante de los obligacionistas	PER PROCURATIONEM PER PRO REPRESENTACIONES S.A

## Contactar con:

Patricia Pinto, Ecuador  
593 -2 2222-323  
[ppintop@uio.satnet.net](mailto:ppintop@uio.satnet.net)

Jeanneth Molina, Ecuador  
593 -2 2222-323  
[jmolina@bankwatchratings.com](mailto:jmolina@bankwatchratings.com)

## FECHA DEL INFORME

Quito, marzo del 2007.

## ALCANCE DEL ESTUDIO

Este estudio incorpora el seguimiento de la emisión de obligaciones en circulación de CASABACA S.A. La tercera emisión fue colocada en julio de 2005.

## RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACIÓN

El Comité de Calificación decidió mantener la calificación de "A" a la emisión en circulación descrita, de CASABACA S.A. Esta calificación, según las categorías de calificación de títulos de deuda "Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero aquella es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía".

La experiencia de CASABACA en el Mercado de Valores ha sido satisfactoria. Ha participado con algunas emisiones desde 1993 cuyos pagos se han cumplido oportunamente.

Durante el 2006, se dió un proceso de realineación de negocios del Grupo, para concentrarlos por líneas; dentro de este proceso se crea (en 2005) CASABACA HOLDING que es la única dueña de CASABACA S.A. la misma que a la fecha de análisis absorbe a Mansuera (comercializadora de repuestos) y a Casabaca Servicio (proveedora de servicio técnico). Así mismo, durante el año 2005, se venden las acciones que CASABACA S.A tenía en Proloceki (industria láctea) a CASABACA HOLDING. Esta venta se realiza al valor en libros y por ella se registra una cuenta por cobrar. El estado de resultados de CASABACA S.A. a Nov. 06, incorpora entonces el negocio de vehículos que se realiza a través de Toyocomercial (67% de CASABACA S.A) y de Toyocosta (50% de CASABACA S.A.), el negocio de repuestos, y el servicio técnico. Adicionalmente desde el 2005 se incorpora el negocio inmobiliario (Edificio Tiara) que representa a Nov.06, algo más del 2%.

Este seguimiento se realiza con estados financieros interinos al 30 de Noviembre de 2006 de CASABACA S.A. Tan pronto estén disponibles los estados financieros Auditados de CASABACA S.A. y de CASABACA HOLDING al 31.12.06, se realizará un seguimiento adicional.

La gestión operativa de la empresa en los últimos años ha sido positiva, gracias al comportamiento de las ventas de vehículos que a Nov.06, representan aproximadamente el 98% del negocio. El volumen de ventas en esta línea, ha mantenido consistencia con las tendencias del mercado. A Nov.06, los resultados antes de impuestos y participaciones crecen en casi 17% con respecto al 2005 y casi 9% con respecto a 2004. El desempeño de las utilidades obedece al crecimiento del negocio de vehículos tanto en unidades como en dólares (con respecto al 2005), a que el margen bruto se incrementa y

Las calificaciones de riesgo que realiza BankWatch-Ratings se fundamentan en la información que obtiene de los emisores y sus estados financieros auditados. Contribuyen al proceso, la información pública disponible, información obtenida en las reuniones y conversaciones sostenidas con los ejecutivos de la empresa, así como de otras fuentes que BankWatch-Ratings considera que son confiables. BankWatch-Ratings no audita ni verifica la información proporcionada. Las calificaciones de riesgo pueden modificarse, o dejarse sin efecto, como resultado de ausencia de información, cambios en la situación de la entidad u otros motivos. La calificación de riesgo no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener algún tipo de valores. Las Calificaciones de riesgo no constituyen un comentario respecto de la suficiencia del precio de mercado, la conveniencia para un inversionista en particular o la naturaleza de una posible exención tributaria, o de imposiciones tributarias que afecten al instrumento calificado.

al control relativo de los gastos administrativos y financieros frente a las ventas.

CASABACA históricamente ha generado un EBITDA operativo positivo, que paga el gasto financiero holgadamente, pero que no es suficiente para cubrir la demanda de mayor capital de trabajo que implica el crecimiento del negocio de vehículos, el negocio inmobiliario y la transferencia de fondos a relacionadas y accionistas.

El flujo de caja operativo es negativo desde el 2003, y crece de forma importante a Nov. 06. Este flujo negativo ha implicado crecimiento constante de la deuda financiera, que la empresa ha obtenido a través del sistema financiero y del mercado de valores. La mayor parte del financiamiento es de corto plazo lo cual presiona su liquidez la misma que es insuficiente para cubrir tanto la porción corriente como la deuda de corto plazo. A la fecha de análisis la situación de liquidez de la empresa se ha ajustado, requiriendo refinanciar su deuda de corto plazo y adquirir nueva deuda para financiar las necesidades de capital de trabajo.

Cabe destacar que históricamente la empresa ha demostrado su capacidad de refinanciar sus obligaciones, dado que su nivel de endeudamiento, en relación al patrimonio se mantiene controlado y a la posibilidad de pignorar activos tanto de la empresa como de sus accionistas.

El crecimiento del patrimonio proviene históricamente de la generación interna (utilidades), adicionalmente a Nov.06, se incorpora el patrimonio de las empresas relacionadas que se fusionan. Debe tomarse en cuenta que el patrimonio a la fecha de análisis incorpora la utilidad del período antes de impuestos y participaciones por lo que los índices patrimoniales muestran distorsión. Dadas las tendencias observadas, se espera que los índices patrimoniales se manejen en los niveles del 2005.

La garantía general cubre holgadamente la emisión en circulación.

El sector automotriz, en el que principalmente se desenvuelve CASABACA S.A. creció de manera importante en el 2005 y creció en el 2006 con una menor pendiente; en todo caso, la tendencia ha sido positiva durante los últimos 6 años. De mantenerse las condiciones macroeconómicas, la tendencia de crecimiento se mantendría en alrededor del 11%, según las proyecciones de CASABACA S.A. En vista de la situación incierta del entorno macroeconómico y político, podría esperarse un estancamiento de la economía y reducción del crédito automotriz, con lo cual las unidades que se vendan en el 2007 podrían reducirse. Sin embargo, el desempeño del mercado automotriz en enero del 2007 sigue mostrando crecimiento.

Tanto la marca TOYOTA como CASABACA S.A. han visto afectada su participación en el mercado debido a limitaciones en el aprovisionamiento de vehículos por parte de la fábrica en Venezuela. CASABACA inclusive perdió su participación con respecto al 2004 pero la recuperó con respecto al 2005. Este aprovisionamiento se ha ido regulando a través de la compra a Japón, Tailandia y Brasil pero el problema no ha sido superado totalmente. Se espera que hasta el 2008 se elimine la dependencia de Venezuela.

Con el propósito de fortalecer la marca en el mercado, los distribuidores de la marca TOYOTA en el Ecuador han emprendido en un nuevo proyecto de reestructuración organizacional, el cual se describe al interior del informe como

Evento Subsecuente. Esta reestructuración se concretará el 26 de marzo del presente y empezará a reflejarse en los estados financieros de CASABACA S.A. desde junio/07. En todo caso se esperaría que la nueva estructura fortalezca la posición de CASABACA S.A en el mercado y reduzca sus requerimientos de capital de trabajo.

La administración de CASABACA S.A está en manos de uno de los principales accionistas indirectos. La empresa cuenta con sistemas adecuados de información y control. Indirectamente las acciones de CASABACA S.A. están concentradas en las familias: Baca Cobo, Baca Moscoso, Baca Samaniego y Cobos Baca.

## **ANÁLISIS FODA**

### **Fortalezas**

- Comercialización de una marca reconocida a nivel mundial.
- Buen posicionamiento (Imagen, Experiencia Prestigio) en el sector automotriz.
- Experiencia y conocimiento del negocio.
- Calidad de la gerencia y plana administrativa.
- Estrategia comercial bien definida.
- Apoyo tecnológico y financiero por parte de TOYOTA JAPON.

### **Oportunidades**

- Oferta de financiamiento automotriz al cliente por parte del sector financiero.
- Alianzas comerciales con Importadora Tomebamba.
- Crecimiento en el segmento de automóviles.

### **Debilidades**

- Problemas de abastecimiento de vehículos.
- Flujo dependiente de cuentas por cobrar a relacionadas, y accionistas.
- Endeudamiento que presiona la gestión operativa.
- Estructura de deuda de corto plazo financia activos de largo plazo lo cual presiona la liquidez.

### **Amenazas**

- Sector altamente sensible a la situación macroeconómica y entorno incierto.
- Competencia agresiva de otras marcas en el sector.
- Dependencia del segmento automotriz en el crédito de consumo del sistema financiero.

## **DESCRIPCIÓN DEL EMISOR**

CASABACA inició sus actividades en 1.959, como representante y distribuidor de las marcas Chrysler, Plymouth y camiones Fargo y Skoda; meses más tarde del mismo año introdujo en el Ecuador la marca TOYOTA. En la actualidad distribuye vehículos y repuestos TOYOTA. A través de CASABACA S.A., la familia ha manejado negocios lácteos, e inmobiliarios. En el 2005, se creó la empresa CASABACA Holding que es la única dueña de CASABACA S.A. y que ha comprado las acciones de CASABACA S.A en el negocio lácteo. Al momento tanto Mansuera (repuestos) como la empresa de servicio técnico automotriz están fusionadas con CASABACA S.A, la cual todavía mantiene el 100% de acciones del negocio inmobiliario de la familia. Aproximadamente un 98% de los ingresos de la empresa provienen del sector automotriz.

**ESTRUCTURA ACCIONARIAL**

A diciembre del 2.005 se incrementó el capital social de compañía de USD 13.560M a USD 15000M por la capitalización de utilidades retenidas y reservas. El 5 de septiembre de 2005 nació CASABACA Holding, para constituirse en el único dueño de CASABACA y todas sus relacionadas, con el objetivo de transparentar y organizar las finanzas de la compañía por línea de negocio. El proceso de realineación no ha concluido.

La distribución de las acciones de CASABACA Holding es la siguiente:

ACCIONISTAS	%
COBOS BACA ENRIQUE	13.9
BACA COBO FABIAN	12.5
BACA COBO GONZALO	8.6
BACA MOSCOSO FAUSTO	8.5
BACA SAMANIEGO DIEGO	7.7
COBOS BACA ALBERTO	7.1
COBOS BACA LOURDES	7.1
BACA MOSCOSO FAUSTO	5.3
OTROS MENORES AL 5%	29.3
TOTAL	100

Se desempeña en las funciones de Representante Legal de CASABACA S.A. el Señor Fabián Baca Cobo.

**EMPRESAS SUBSIDIARIAS**

CASABACA mantiene acciones en compañías relacionadas y no relacionadas, con su giro de negocio.

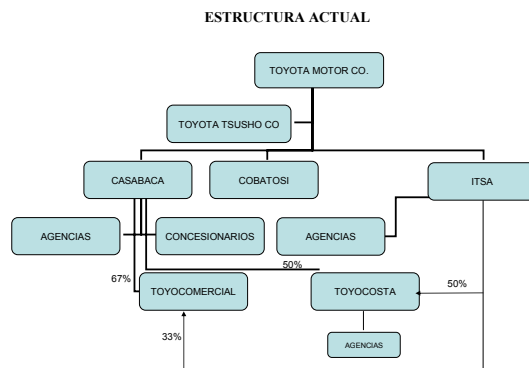
Hasta la fecha de este informe, los estados financieros no se presentan consolidados. En el Balance de CASABACA, estas inversiones están contabilizadas de acuerdo al método de participación accionarial (valor en libros).

A continuación el detalle de las compañías relacionadas y de la participación de CASABACA S.A. en cada una de ellas:

NOMBRE	ACTIVIDAD	Nov 2006	
		PARTICIPACION	
		USD Miles	%
Toyocosta	Concesionaria de vehiculos Toyota en Guayaquil	2209.9	50.00
Zagalipa	Inmobiliaria	1770.2	100.00
Cobatosi	Manejo de Marca Toyota	125.4	42.85
Corporación Maresa Holding	Ensambladora de vehiculos	49.9	0.24
Toyocomercial	Concesionaria de vehiculos Toyota en Quito	19	67.00
Panamericana del Ecuador	Compañía aseguradora	9	0.16
Midcansa	Inmobiliaria	0.2	12.25
Otras		4.4	
Total		4,188	

Entre dic-05 y nov-06, el valor de las inversiones que en el período por causa de la venta de Proloceki a Casabaca Holding, operación que se registró como una cuenta por cobrar a relacionadas; así como por la absorción de Casabaca Servicio y Mansuera.

**ESTRUCTURA COMERCIAL ACTUAL DE TOYOTA EN EL ECUADOR**

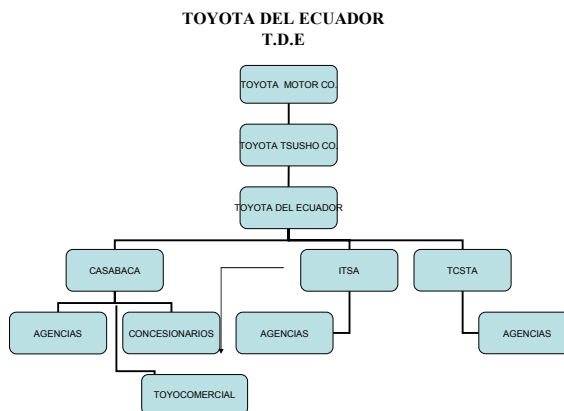


**HECHOS SUBSECUENTES:**

Con el objeto de fortalecer la marca Toyota en el mercado, se ha constituido la empresa Toyota Del Ecuador (TDE), esta empresa pertenece en un 33,33% a Toyota Tsusho Corporation Japón (TTC), en un 33,33% a Importadora Tomebamba S.A (ITSA) y en un 33,33% a CASABACA S.A. La máxima autoridad administrativa de la empresa será un representante de TTC mientras que la Presidencia y Vicepresidencia del directorio y de la compañía se alternarán entre el representante legal de CASABACA S.A e ITSA.

El objeto de la empresa es distribuir los vehículos marca Toyota a CASABACA S.A., ITSA y Toyocosta, quienes pasarán a operar como concesionarios.

La nueva estructura comercial de la marca Toyota en el mercado ecuatoriano será como sigue:



**RIESGO SECTORIAL – Mercado Automotriz**

La contribución del sector automotriz en la economía ecuatoriana es muy importante, lo cual se puede medir por su aporte a la generación de valor agregado, a la creación de fuentes de trabajo y

a la recaudación fiscal, pues constituye uno de los principales aportantes al fisco. Adicionalmente el sector automotriz incide en la dinámica comercial de diferentes negocios tales como: combustibles, seguros, repuestos, accesorios y mantenimiento.

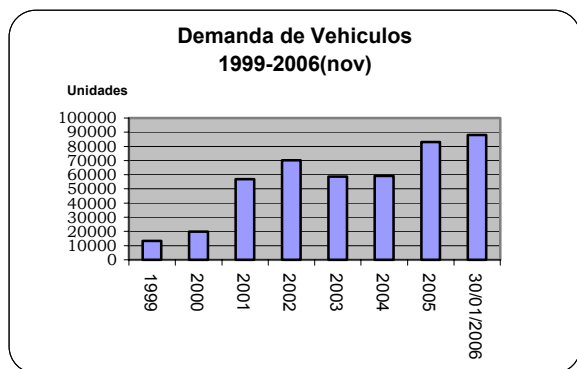
El parque automotor ecuatoriano actualmente rebasa el 1.000.000 de unidades; la reposición del mercado automotriz actualmente se ubica en alrededor de las 66.000 unidades anuales y la vida útil de un vehículo en promedio es de 12.3 años. En el Ecuador existen aproximadamente 13 personas por vehículo, lo cual indica que todavía existe un mercado potencial interesante comparando con otros mercados de Latinoamérica.

En cuanto a los precios promedio de venta, en los últimos años han tenido un incremento de USD 1.034 en promedio<sup>1</sup>, reflejando la caída de precios en el segmento de automóviles, cuyas ventas crecieron aproximadamente el 50%. Situación que generó que mientras el crecimiento del sector en unidades alcanzó el 46.42%, en dólares llegará al 43.58%.

Aproximadamente el 65% de las ventas del sector automotriz se realizan a crédito, por tanto las facilidades y condiciones de dichos préstamos determinan en gran medida la evolución de esta actividad. En los vehículos de lujo el requerimiento de financiamiento es menor, mientras que en las marcas más económicas las necesidades de crédito son mayores; al momento, existe oferta de crédito para este mercado con condiciones bastante flexibles, debido a la liquidez del sistema financiero. Dado el entorno macroeconómico actual (2007), algunos participantes del Sistema Financiero ha empezado a restringir el crédito automotriz.

En el año 2005, se alcanzó un nuevo record de ventas, llegando a las 82.997 unidades; para nov-06 se observa un crecimiento del 6.14% frente a las unidades colocadas en el periodo precedente. Analistas del sector sostienen que a futuro la demanda automotriz tendría un crecimiento de alrededor del 3% anual; pues el mercado entraría a una etapa de estabilización.

El sector automotor es muy dinámico, con fuerte competencia entre marcas de todos los orígenes (de ensamblaje nacional o importados) y exigencias de servicios postventa, pues un tema común entre los empresarios del sector automotor, es fortalecer sus operaciones consolidando marcas, solidificando la red de atención y servicio al cliente, que a corto plazo se convertirán en su principal fuente generadora de ingresos.<sup>2</sup>



<sup>1</sup> Automundo: anuario 2005, AEADE.

<sup>2</sup> <http://www.aeade.net/cifras.htm>

#### POSICIONAMIENTO DE LA EMPRESA EN EL SECTOR

A nov-06, las ventas de vehículos marca TOYOYA en Ecuador fueron de 6.328 unidades, 10.76% superiores a las alcanzadas a dic-05; mismas que se mostraron 16% superiores a las registradas en el año 2.004. De momento existe una alianza entre los distribuidores de Toyota en el Ecuador, lo cual ha hecho que se enfoquen conjuntamente hacia un fortalecimiento de la marca en el mercado. La participación de Toyota en el mercado automotriz a nov-06 es de 7.1%.

En el siguiente cuadro se puede observar la evolución de las ventas totales del sector y de las ventas de la marca TOYOTA, y la participación de mercado de CASABACA:

	VENTA POR MARCAS					
	2,004	%	2,005	%	Nov-06	%
GENERAL MOTORS	25,752	42.27%	37,594	45.52%	39,855	44.70%
HYUNDAI	5,636	9.25%	9,436	11.42%	9,514	10.67%
TOYOTA	4,917	8.07%	5,713	6.92%	6,328	7.10%
MAZDA	4,307	7.07%	5,343	6.47%	7,503	8.41%
VW	3,952	6.49%	3,371	4.08%	1,840	2.06%
KIA	3,137	5.15%	3,449	4.18%	3,029	3.40%
NISSAN	2,154	3.54%	3,057	3.70%	3,024	3.39%
FORD	2,082	3.42%	2,650	3.21%		
MITSUBISHI	1,229	2.02%	1,234	1.49%	1,958	2.20%
RENAULT	1,460	2.40%	1,504	1.82%	2,030	2.28%
OTRAS	3,741	6.14%	6,763	8.19%	12,067	13.53%
NO REPORTADAS	2,553	4.19%	2,478	3.00%	2,021	2.27%
TOTAL MERCADO	60,920	100.00%	82,592	100.00%	89,169	100.00%
Cb	2,984	4.90%	3,456	4.18%	2,764	3.10%

Son distribuidores autorizados de la marca Toyota en el Ecuador: CASABACA e Importadora Tomebamba (ITSA), cubriendo la oferta a nivel nacional. CASABACA centraliza sus operaciones en Quito, en la sierra norte y central, ITSA participa principalmente en la ciudad de Cuenca, en la sierra sur y central. En la costa la marca es vendida por la concesionaria Toyocosta de la cual cada una de las distribuidoras posee el 50%.

En el último trimestre del 2.004 se consolidó una alianza entre los dos distribuidores, y se constituyó el concesionario Toyocomercial, manteniendo el nombre comercial como CASABACA conformado por el 67% de CASABACA y el 33% de ITSA. Este concesionario mantiene la exclusividad de las ventas en la ciudad de Quito. Casabaca S.A a partir del último trimestre del 2.004, únicamente realiza ventas al por mayor mediante sus concesionarios.

En lo que respecta a la participación de mercado de CASABACA S.A. dentro de los distribuidores de la marca TOYOTA, se puede observar el siguiente comportamiento:

	2,003	%	2,004	%	2005	%	Nov-06	%
Casabaca	1.654	43.6	2.284	46.5	2.521	44.1	2.764	43.7
Skioda*	60	1.6	42	0.9	73	1.3	88	1.4
ITSA	1.601	42.2	1888	38.4	2.277	39.9	2.341	37.0
Toyocosta	478	12.6	703	14.3	842	14.7	1.135	17.9
Total	3.793	100.0	4.917	100.0	5.713	100.0	6.328	100.0

\*Skioda vende vehículos Toyota liberados de impuestos, estas ventas se incluyen en las ventas totales de CASABACA.

Las ventas de CASABACA crecieron 9.4% a lo largo del 2006, observándose una tendencia positiva en los últimos años, mejorando su participación de mercado frente a la alcanzada en el año 2005, pero aún inferior a la obtenida a di-04. A nov-06, las ventas de CASABACA fueron de 2.764 unidades, mientras que la marca Toyota aumentó su participación de mercado del 6.92% al 7.10%, debido al importante crecimiento de la demanda.

**GESTIÓN OPERATIVA**

La gestión operativa de CASABACA al igual que en períodos anteriores fue positiva, con ventas crecientes, de manera que los ingresos por ventas de la compañía aumentaron 17.4% frente a dic-05, llegando a USD 68.313M. Comportamiento que se enmarca dentro del desempeño del mercado automotriz ecuatoriano durante el 2006.

En unidades vendidas CASABACA registró entre dic-04 y dic-05 un crecimiento del 10% y del 9.5% a nov-06, mejorando su participación al 4.30% en el mercado de automóviles.

El margen bruto mantiene una tendencia creciente y pasa de 16% en diciembre del 2005 a 18% en el 2006.

A nov-06, los egresos operacionales de la empresa se incrementaron un 20.8%, frente a los del año 2005, explicado por el aumento de las ventas, el crecimiento de inventarios (por la inclusión de la línea de repuestos) y por el crecimiento del gasto de leasing; pues en su cuota periódica, el 15.20% (terreno Santa Inés) no corresponde al negocio de vehículos. Adicionalmente la fusión implicó el incremento del gasto de personal de aproximadamente 150 empleados en CASABACA S.A. Estos gastos sin embargo, prácticamente se mantienen en relación a las ventas

El peso de los gastos financieros a nov-06 disminuyó en relación a las ventas y pasó de 3.8% de las ventas a 2%. Pese a que la deuda financiera se mantiene, el costo promedio de la deuda se redujo, por causa de la transferencia de deuda con Toyota Japón hacia bancos ecuatorianos, adicionalmente el gasto se diluye en mayores ventas. El costo promedio de dicho financiamiento, sin incluir el leasing a la fecha de análisis fue de 6.6%.

En cuanto a los ingresos no operacionales, éstos continúan en descenso y provienen en un 3.1% del rendimiento de inversiones, y en un 96.9% de los intereses de clientes (normales y de mora).

La tendencia positiva de los Ingresos (volumen de ventas) generó nov-06 una utilidad operativa positiva, que representa el 96% de la del año anterior.

**ENDEUDAMIENTO**

	2002	2.003	2004	2005	N-6
Solidez (pasivo total/activo total)	0.55	0.58	0.59	0.59	0.55
Endeudamiento(pasivo total/patrimonio)*	1.21	1.37	1.45	1.56	1.34
Deuda Financiera neta/EBITDAR* (años)	5.01	7.59	5.26	4.54	3.25
EBITDAR/Gasto financiero	1.58	1.27	2.15	1.75	-5.97
Deuda Financiera/Capitalización	49.50	55.38	55.37	57.16	51.19

\*Ajustado leasing.

El nivel de endeudamiento de CASABACA mantiene una tendencia creciente, pese al fortalecimiento patrimonial con las utilidades del periodo, debido a los requerimientos de capital de trabajo de la empresa, tanto del negocio automotriz, como para pagar otros de relacionados.

En el año 2005, crecieron las obligaciones financieras de largo plazo, debido a la deuda con el mercado de valores, las mismas

que de momento se mantienen. Mientras que en el 2006 aumentó nuevamente la deuda de corto plazo.

La Capitalización (Deuda Financiera + Patrimonio) creció frente a dic-05, fundamentalmente por el aumento patrimonial; cabe destacar que el total de deuda financiera disminuyó y a nov-06 la composición de la deuda desmejoró, debido a que la porción de deuda de mayor crecimiento, fue la de corto plazo; comportamiento que se registró a partir de jun-06.

Durante el 2006 se acentúa el financiamiento de activos fijos via leasing; por ello los índices precedentes incluyen dicho financiamiento.

**CAPACIDAD DE PAGO, LIQUIDEZ**

En miles de dólares

	2.002	2.003	2.004	Dic-05	Nov-06
Capital de Trabajo	\$795	\$2.113	\$1.636	\$2.448	\$8.097
Activo Corriente/Pasivo	0.96	0.91	1.04	0.96	1.17
Liquidez ácida	0.58	0.64	0.71	0.81	0.71
Días de Ciclo de Operación	-129	-155	-129	-132	-120
Días de Cuentas por Cobrar	86	98	81	107	84
Días de Inventarios	68	82	66	49	86

	2.002	2003	2.004	Dic-05	Nov-06
EBIDTA USD miles	\$2.273	\$2.107	\$3476	\$3952	\$5346
EBIDTAR USD miles	\$2.273	\$2.107	\$3476	\$4385	\$5743
Deuda Largo Plazo	\$1133	\$3481	\$380	\$2901	\$2840
Deuda Largo Plazo, ajustada a leasing	\$1133	\$3481	\$380	\$5420	\$4798
Deuda Corto Plazo	\$11714	\$13849	\$19909	\$17.936	\$17559
Deuda Corto Plazo, ajustada a leasing	\$11714	\$13849	\$19909	\$18369	\$17956
Porción Corriente	\$3.307	\$2.685	\$3506	\$3475	\$2488
Porción Corriente, ajustada a leasing	\$3.307	\$2685	\$3506	\$3908	\$2885
Gastos Financieros	\$1442	\$1664	\$1620	\$2072	\$1.359

El EBITDA generado históricamente ha sido positivo. A nov-06 cubre el gasto financiero, pero es insuficiente para pagar la operación normal del negocio por causa de sus crecientes necesidades de capital de trabajo; de manera que el Flujo de Caja Operativo resulta negativo, al igual que el Flujo de Caja Libre.

Los índices de cobertura (Flujo de Caja Operativo/Porción corriente y Flujo de Caja Operativo/Obligaciones financieras de corto plazo) a dic-05 son negativos, reflejando que el negocio no generó el FCL suficiente para servir los intereses, ni el capital de la deuda, debido a que no toda ella nace en el proceso de crecimiento del negocio automotriz, sino en los negocios asociados.

A nov-06 el crecimiento del activo se fondea fundamentalmente con endeudamiento bancario y anticipos de clientes. En balance se observa que parte del nuevo financiamiento se destina a pagar activos no asociados al negocio automotriz. Por tanto, las necesidades de capital de trabajo crecen tanto para sustentar el ascenso de ventas; como otros activos no relacionados al negocio; mientras que el gasto financiero presiona los resultados operativos del periodo.

Dicha situación se refleja en el indicador EBITDAR sobre gasto financiero del período, que señala una cobertura de 3.93 a nov-6; mientras a dic-05 fue de 1.91 veces. Pero que al sensibilizarlo incluyendo la cuota de leasing, pasa a -5.97 y 1.75, respectivamente. Por lo tanto, la deuda de corto plazo requiere de refinanciamiento, mientras que nuevos crecimientos del negocio o del balance, necesitarán financiamiento adicional.

### **LIQUIDEZ DE LAS EMISIONES**

La empresa ha colocado en el mercado emisiones en 4 ocasiones, la primera por un total de 12MM de sucres y las 3 restantes por USD 10MM; mismas que han tenido buena demanda y han sido colocadas fácilmente. Los inversionistas principales son: IEES, Fondos Pichincha y varias aseguradoras. CASABACA S.A. ha honrado sus obligaciones en tiempo y forma.

### **ANÁLISIS DE LA GARANTÍA**

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

Según la regulación vigente: “El monto máximo para emisiones amparadas con garantía general, no podrá exceder del 80% del total de los activos libres de todo gravamen. Para este efecto no se consideran los activos diferidos. Para el cálculo de la proporción antedicha deberán considerarse el monto no redimido de cada emisión de obligaciones. La relación porcentual determinada en los incisos anteriores deberá mantenerse hasta la total redención de las correspondientes obligaciones”.

Los activos pignorados de la empresa a noviembre de 2006 son USD 4.045M y corresponden a activos inmobiliarios; dado que a la fecha de análisis, la operación total de CASABACA asciende a USD 47.250M, incluyendo activos diferidos y gastos pagados por anticipado por USD4.157M, activos por 39.000M respaldan el saldo pendiente de pago de la tercera emisión de obligaciones en circulación por USD 3.488M; por lo expuesto anteriormente, se

puede concluir que el saldo de la emisión de obligaciones en circulación representa el 9% de los activos susceptibles de constituirse en garantía y por lo tanto se mantiene holgadamente dentro de las disposiciones legales. El estrés realizado por esta calificadora, deduciendo de los activos susceptibles de constituirse en garantía las cuentas por cobrar no comerciales a accionistas y relacionadas y las inversiones en relacionadas, muestra que la cobertura es de 7.51 veces el saldo de la emisión en circulación, la misma que representa el 13.31% de los activos en garantía (básicamente inventarios y cuentas por cobrar comerciales).

	C	D	F	H	J	N
267	EMPRESA: CASABACA				1.14	
268	Quito, ECUADOR			68.2%	126%	
269	<b>RESULTADOS</b>	dic-02	dic-03	dic-04	dic-05	nov-06
270	Ventas	42,009	40,051	52,884	58,206	68,313
271	% crecimiento		-4.7%	32.0%	10.1%	145.3%
272	<b>MARGEN BRUTO (%)</b>	14%	15%	14%	17%	18%
273	<b>EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)</b>	2,273	2,107	3,476	3,952	5,346
274	<b>MARGEN EBITDA (%)</b>	5.41%	5.3%	6.6%	6.8%	7.8%
275	<b>EBITDAR OPERATIVO (Incluye en gastos administrativos participación empleados)</b>	2,273	2,107	3,476	4,385	5,743
276	<b>MARGEN EBITDAR (%)</b>	5.41%	5.26%	6.57%	7.53%	8.41%
277	Cuota leasing del periodo	0	0	0	434	397
278	Depreciaciones ,Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los	619	744	924	518	1,149
279	<b>EBIT (incluye en gastos administrativos participación empleados)</b>	1,654	1,363	2,552	3,434	4,198
280	Gasto Financiero del periodo	-1442	-1664	-1620	-2072	-1359
281	Impuestos a la renta	-148	-105	-305	-384	-336
282	Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leas	n/d	11.0%	8.6%	10.1%	6.6%
283	<b>UTILIDAD NETA</b>	1,253	1,335	2,686	2,201	2,720
284	Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	n/d	9.8%	17.6%	13.0%	15.5%
285	Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	n/d	4.3%	7.3%	5.3%	6.5%
286	<b>FLUJO DE CAJA</b>					
287	Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización; Provisiones)	1419	1240	2188	2102	3869
288	Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	0	-2726	-2816	-3639	-7814
289	<b>Flujo de Caja Operativo Neto (Incluye Ingresos y egresos no operativos)</b>	1419	-1486	-629	-1837	-3945
290	Inversión en Activos Fijos	-66	-302	-293	0	0
291	Otras Inversiones, Neto	-66	-2196	-183	-306	-52
292	<b>Flujo de Caja Operativo después de Inversiones(Incluye ingresos y egresos</b>	1287	-3984	-1105	-1843	-3997
293	Variación Neta de Deuda Financiera	0	4483	2959	547	2367
294	Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	0	0	0	0	0
295	Pago de Dividendos	-225	-330	-330	-1260	-1079
296	Otros Financiamientos, Neto	0	-325	-1346	962	676
297	<b>Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Periodo</b>	1062	-156	179	-1594	-2033
298						
299	<b>Medidas del Flujo de Caja (cash flow measures) ajustadas segun FITCH</b>			5928	113.70%	
300	EBITDA OPERATIVO	2273	2107	3476	3952	5346
301	(-) Gasto Financiero del periodo	-1442	-1664	-1620	-2072	-1359
302	(-) Impuesto a la renta del periodo	-148	-105	-305	-384	-336
303	(-) Dividendos " preferentes" pagados en el periodo(ingreso manual diferenciando de tot	0	0	0	0	-1
304	<b>FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)</b>	683	338	1551	1496	3652
305	(-) Variación Capital de Trabajo	0	-2726	-2816	-3639	-7814
306	<b>CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)</b>	683	-2388	-1266	-2143	-4161
307	(+) Ingresos no operativos que impliquen flujo	521	1060	846	621	223
308	(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	-158	-209	-15	-6
309	(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el periodo	-225	-330	-330	-1260	-1079
310	(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-66	-302	-293	0	0
311	<b>(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)</b>	913	-2118	-1282	-2797	-5024
312	<b>FFO MARGIN (FFO/ventas)(%)</b>	1.63%	0.84%	2.93%	2.57%	5.35%
313	cuota leasing del periodo (ingreso manual - incluido en gastos administrativos)	0	0	0	434	397
314	EBITDAR OPERATIVO (EBITDA+ CUOTA LEASING DEL PERIOD)	2273	2107	3476	4385	5743
315						
316	<b>BALANCE</b>					
317	Caja e Inversiones Corrientes	1,457	1,544	2,003	3,487	1,966
318	<b>Activos Totales</b>	28,907	33,462	40,137	42,239	47,250
319	Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye leasing)	11,714	13,849	19,909	17,936	17,559
320	Pasivo financiero Largo Plazo	1,133	3,481	380	2,901	2,840
321	Financiamiento Leasing	0	0	0	2,570	1,958
322	Obligaciones FinancierasTotal (ajustada a leasing)	12,847	17,330	20,289	23,406	22,357
323	<b>Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)</b>	13,108	14,136	16,357	17,506	21,313
324	Capitalización ****	25,955	31,466	36,646	40,912	43,670
325	pasivos contingente	0	0	0	0	0
326						
327	<b>ACTIVO PIGNORADO</b>	0	4,641	8,257	17,733	4,045
328	Activo Diferido + (Activo Intangible si no está pignorado- sumar manualmente)	10	491	399	575	4,157
329	Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones	28,897	28,330	31,481	23,931	39,048
330	Emisión de Obligaciones en Circulación	3,307	1,879	1,503	1,248	3,488
331	Cobertura de Emisión de Obligaciones (x)	9	15	21	19	11
332	Limite Legal para Emitir Obligaciones	23,118	22,664	25,185	19,145	31,238
333						
334	<b>INDICADORES FINANCIEROS</b>					
335	EBITDA / Gasto Financiero del periodo (x)	1.58	1.27	2.15	1.91	3.93
336	(EBITDA - Inver.en Act. Fijo) / Gasto Financiero del periodo (x)	1.53	1.08	1.96	1.91	3.93
337	<b>EBITDA/cargos fijos(intereses y cuota leasing del periodo)</b>	1.58	1.27	2.15	1.75	5.97
338	Deuda Financiera Total /EBITDA o EBITDAR(x) Anual	5.65	8.22	5.84	5.34	3.57
339	Deuda Financiera Neta /EBITDA o EBITDAR (x) Anual	5.01	7.49	5.26	4.54	3.25
340	<b>Deuda Financiera Total (ajustada a leasing si es el caso) / FFO (x)</b>	18.81	51.27	13.08	15.65	5.61
341	<b>(FCF)Flujo de caja libre/ deuda financiera total (ajustada al leasing si es el caso) (%)</b>	7%	-12%	-6%	-2%	-25%
342	Deuda Financiera Total ajust.leas. / Capitalización (%)	49.50%	55.08%	55.37%	57.21%	51.19%
343	Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	8.56%	16.24%	11.24%	11.69%	13.00%
344	Deuda Financiera Total ajust.leas. / Pasivo Total (%)	81.32%	89.67%	85.32%	94.64%	86.20%
345	Pasivo Total NOajust.leasing/ Patrimonio (x)	1.21	1.37	1.45	1.41	1.22
346	Pasivo Total NO ajustado leasing/ Patrimonio Tangible (x)	1.21	1.42	1.49	1.46	1.25
347	Pasivo Total ajustado leasing/ Patrimonio (x)	1.21	1.37	1.45	1.56	1.31
348	Pasivo Total ajustado leasing/Patrimonio Tangible	1.21	1.42	1.49	1.61	1.34
349						
350	<b>LIQUIDEZ</b>					
351	Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (ajustado a leasing)	91.18%	79.91%	98.13%	78.48%	80.31%
352	Caja e Inv Corrientes/ Deuda Financiera Corto Plazo (incluyendo cuota leasing)	12.44%	11.15%	10.06%	18.98%	10.95%
353	<b>FFO/Intereses del periodo (FFO/interest cover)</b>	147.36%	120.31%	195.72%	172.19%	368.83%
354	<b>CFO/Intereses del periodo (CFO/interest cover)</b>	47.36%	-143.50%	-78.12%	-103.42%	-306.28%
355	<b>FFO/cargos fijos(Intereses periodo+cuota leasing)</b>	147.36%	120.31%	195.72%	159.70%	308.06%
356	<b>CFO/cargos fijos</b>	47.36%	-143.50%	-78.12%	-85.53%	-237.05%
357	<b>FFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual</b>	0.06	0.02	0.08	0.08	0.23
358	<b>CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual</b>	0.06	-0.17	-0.06	-0.12	-0.26
359	<b>FFO/Porción Corriente LP (x) Anual</b>	0.21	0.08	0.24	0.35	1.37
360	<b>CFO/Porción Corriente LP (x) Anual</b>	0.21	-0.53	-0.20	-0.50	-1.56
361	EBITDAR/Deuda Financiera Corto Plazo+cuota leasing del periodo (x) anual	0.19	0.15	0.17	0.24	0.35
362	EBITDAR/Deuda Financiera Corto Plazo+cuota leasing del periodo+gasto financiero per	0.22	0.17	0.19	0.27	0.38
363	EBITDAR/ Porción Corriente Deuda LP+ Cuota leasing+Gastos Financieros(x) Anual	0.48	0.34	0.44	0.64	1.31
364	Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.08	-0.15	-0.06	-0.16	-0.31
365	Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	0.28	-0.58	-0.29	-0.80	-2.20
366						
367	<b>OTROS INDICES</b>					
368	Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	795	2,113	1,636	2,448	8,097
369	Liquidez Acida (x)	0.58	0.64	0.71	0.81	0.71
370	Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales)/ Pasivo Corriente (x)	0.49	0.55	0.48	0.61	0.50
371	Activo corriente / Pasivo Total (x)	0.96	0.91	1.04	0.96	1.17
372	Patrimonio / Activo Total (x)	0.45	0.42	0.41	0.41	0.45
373	Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	4	4	4	3	4
374	Días de cuentas por cobrar	86	98	81	107	84
375	Rotación de inventarios (x)	5	4	5	7	4
376	Días de inventarios	68	82	66	49	86
377	Rotación de cuentas por pagar (x)	#DIV/0!	160	77	61	160
378	Días de cuentas por pagar	#DIV/0!	2	5	6	2
379	Rotación Capital de Trabajo	46	16	28	8	8
380	Días de Capital de Trabajo	8	22	13	18	48
381	Días de Ciclo de Operación	#DIV/0!	-155	-129	-132	-120
382	Costo de Ventas/Obligaciones Financieras Promedio		225.34	242.44	312.27	192.83