



Calificación

Tipo Instrumento	Calif. Anterior	Calif. Actual	Fecha de Cambio
Sexta emisión de Obligaciones	AA-	AA-	16/07/08

ALCANCE DEL ESTUDIO Este estudio incorpora la evaluación de la sexta emisión de obligaciones en circulación colocada desde dic-08.

DESCRIPCIÓN DE LA SEXTA EMISIÓN DE OBLIGACIONES EN CIRCULACIÓN

Monto :	USD. 5.000.000
Monto en circulación:	USD. 3.661.000
Plazo:	1.080 días.
Tasa de interés:	Libor de 3 meses más 5 puntos, reajutable.
Clases:	B
Series:	1 (USD 3MM). 2 (USD 2MM).
Amortización de capital:	Pagos de Capital: Semestral, a partir de los 180 días contados desde la fecha de emisión de los títulos. Es decir que se empieza a pagara capital en junio-09
Pago de intereses:	Trimestral.
Garantía:	General.
Destino de la emisión:	Reestructuración de pasivos de corto plazo.
Calificadora de riesgos:	BankWach Ratings S.A.
Agente Pagador:	Produbanco.
Agente Colocador:	Produvalores.
Representante de los obligacionistas:	Per Procuracionem Per Pro Representaciones S.A.

Contactos

Patricia Pinto
(593 2) 222 23 23
pintop@uio.satnet.net

Jeanneth Molina
(593 2) 254 83 93
jmolina@bankwatchratings.com

Perfil

CASABACA es una compañía dedicada a la distribución de automóviles, repuestos y servicio de la marca Toyota; fue fundada en 1959. Al momento Casa Baca es una de las empresas de Casa Baca Holding, a través de la cual se relaciona con otras empresas cuya actividad en algunos casos está en el sector automotor y otros no.

FECHA COMITE: Mayo 29/2009

ESTADOS FINANCIEROS A: Diciembre 2008 y Marzo 2009

□ RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACIÓN

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings S.A. decidió mantener la calificación de la sexta emisión de obligaciones de Casabaca S.A. en AA-. Que **“corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenece y en la economía en general”**.

La decisión del comité de calificación se fundamentó principalmente en los siguientes puntos:

A pesar de que por las circunstancias actuales especialmente en relación a la restricción de importaciones y contracción de la liquidez en el sistema, se espera que la empresa genere menores ventas y rentabilidad, se estima que el negocio seguirá siendo rentable y suficiente para honrar con las obligaciones contraídas.

La operación de CASABACA genera flujos operativos suficientes para cubrir holgadamente la porción corriente de la deuda, sin embargo, la caja libre para el pago de las obligaciones depende de las necesidades de capital de trabajo en función del desempeño de las ventas y especialmente de las políticas que se adopten en relación a los inventarios y su financiamiento. Por otro lado, afectan también a la caja, las políticas de inversión en CAPEX, relacionadas, préstamos a relacionadas y o accionistas y el pago de dividendos. Estos rubros demandaron importantes montos de liquidez en el 2008, lo que implicó un ligero incremento de deuda. De lo dicho se desprende que la necesidad de financiar o refinanciar la deuda de CASABACA dependerá de los movimientos antes descritos.

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

www.bankwatchratings.com

La calificación reconoce las alternativas de financiamiento a las pudiera tener acceso la empresa a través de sus proveedores y a la capacidad de gestión de los accionistas en el sistema financiero.

El comportamiento de las relaciones de endeudamiento con el patrimonio se incrementan a pesar de la reducción de los pasivos debido a la contracción del patrimonio de la empresa por el reparto de dividendos. Adicionalmente por los préstamos realizados a accionistas y/o relacionados y por las inversiones en relacionadas que son deducidas del patrimonio tangible. En todo caso los indicadores de endeudamiento todavía están por debajo de los resguardos establecidos para esta emisión,

La calificación otorgada incorpora la transferencia de riesgo de los accionistas a los inversionistas de la emisión que se produce con los movimientos patrimoniales del año 2008.

La emisión de obligaciones ha sido básicamente utilizada para pagar deuda a instituciones financieras y para pagar deuda a relacionadas, cumpliendo con el objeto de la operación.

La empresa está manejada por uno de los accionistas directos. Se ha reconocido en la calificación la buena calidad de la administración, el buen posicionamiento en el mercado tanto de la empresa como de la marca que comercializa y la capacidad de adaptación de la empresa a los cambios del mercado.

La garantía general sensibilizada a mar-09 cubre 6 veces a las emisiones vigentes.

La participación de CASABACA en el mercado de valores ha sido positiva cumpliendo con sus obligaciones en tiempo y forma.

La administración de CASABACA está en manos de uno de sus accionistas directos. La empresa cuenta con sistemas de información y control con certificación ISO 9000-2001. Indirectamente las acciones de la empresa están concentradas en las familias: Baca Cobo, Baca Moscoso, Baca Samaniego y Cobos Baca.

HECHOS RELEVANTES

En 2009, debido a problemas en la balanza de pagos del país, se instituyó una restricción de importaciones¹, con vigencia de un año. El Comexi asignó cupos por importador a precios CIF, considerando el promedio de los últimos 3 años, restando de ser el caso entre el 30% (vehículos comerciales y llantas) y el 35% (livianos) de las importaciones. El mercado automotor espera que esta medida afecte las ventas del sector automotor entre un 15% y 30%.

¹ Entró en vigencia el 23 de enero de 2009.

CORPORATIVO

ANÁLISIS FODA

Fortalezas

- Estructura corporativa.
- Comercialización de una marca reconocida a nivel mundial.
- Buen posicionamiento (Imagen, Experiencia, Prestigio) en el sector automotor.
- Experiencia y conocimiento del negocio.
- Calidad de la gerencia y plana administrativa.
- Estrategia comercial definida y flexible.
- Apoyo tecnológico y financiero por parte de TOYOTA JAPON.
- Alianza estratégica con Importadora Tomebamba para financiamiento de consumo, pues esta es una línea de crédito garantizada; y con Toyota Tsusho de Japón para financiar importaciones.

Oportunidades

- La nueva estructura comercial permitirá un mejor aprovechamiento de costos hundidos.
- La introducción de autos híbridos en el mercado ecuatoriano.

Debilidades

- Estructura de deuda de corto plazo.
- Alrededor del 21% del activo y el 36% del patrimonio representan cuentas por cobrar a la Holding, Accionistas y Relacionadas. El financiamiento de estas cuentas presiona el índice de endeudamiento de CASABACA.
- Transferencia permanente de Fondos a empresas del Grupo económico relacionadas o no al giro del negocio sin políticas definidas.

Amenazas

- Sector altamente sensible a la situación macroeconómica y entorno incierto.
- Perspectivas económicas negativas para 2009.
- Distorsiones de mercado originadas en el sistema de cuotas de importación.
- Competencia agresiva de otras marcas en el sector.
- Dependencia del segmento automotor en el crédito de consumo del sistema financiero y otros.
- Menor liquidez en la economía

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, la familia ha manejado negocios lácteos, e inmobiliarios. En el 2005, se creó la empresa Casabaca Holding que es en la práctica la única dueña de CASABACA S.A. y que ha comprado las acciones de CASABACA en el negocio lácteo, en Toyocosta, Toyota del

Ecuador. La empresa fusionó su operación con las de Mansuera (repuestos), CasaBaca Servicio (empresa de servicio técnico automotriz). En 2008 absorbió Zagalipa (negocio inmobiliario).

ESTRUCTURA ACCIONARIAL

CASABACA cerró 2008 con un patrimonio de USD 21.4MM y a mar-09 éste llega a USD 19.5MM, incluidas utilidades. El capital social (USD 17.1MM) es el componente principal, y está distribuido de la siguiente manera:

ACCIONISTA	VALOR	%
CORPORACION HOLDING CASABACA	17,099,999	99.9999825
FABIAN BACA COBO	1	0.0000058
FAUSTO BACA MOSCOSO	1	0.0000058
OLGA BACA MOSCOSO	1	0.0000058
TOTAL	17,100,002	100

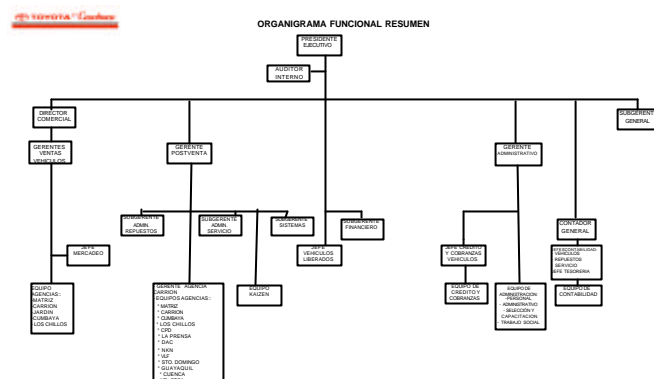
CASABACA Holding, el principal accionista, se creó el 5 de septiembre de 2005, con la finalidad de constituirse en el único dueño de CASABACA y todas sus relacionadas para así organizar de mejor manera las finanzas de la compañía por línea de negocio. En may-08, Toyota del Ecuador y Toyocosta salieron también del balance de CASABACA, adicionalmente Zagalipa fue absorbida, de manera que el terreno propiedad de dicha compañía fue reclasificado desde inversiones de largo plazo hacia activos fijos.

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

ACCIONISTA	CAPITAL	%
COBOS BACA ENRIQUE	1,389	13.89%
BACA COBO FABIAN ESTEBAN	1,266	12.66%
BACA COBO ANGEL GONZALO	869	8.69%
BACA MOSCOSO JAIME GONZALO	849	8.49%
BACA SAMANIEGO DIEGO FERNANDO	782	7.82%
COBOS BACA ALBERTO	710	7.10%
COBOS BACA LOURDES DE SAVAGE	710	7.10%
BACA MOSCOSO FAUSTO LUIS	542	5.42%
BACA SAMANIEGO MARTHA PATRICIA	367	3.67%
BACA SAMANIEGO LUIS ALFREDO	364	3.64%
SAMANIEGO PROANO MARIA DE LOURDES	363	3.63%
BACA SAMANIEGO MAURICIO	359	3.59%
BACA MOSCOSO OLGA DE COBOS	338	3.38%
BACA COBO PATRICIA	281	2.81%
BACA COBO MARIA MERCEDES	279	2.79%
BACA SAMANIEGO FAUSTO	278	2.78%
BACA COBO LUCY MARIA	254	2.54%
TOTAL	10,000	100.00%

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

ESTRUCTURA ADMINISTRATIVA



EMPRESAS SUBSIDIARIAS

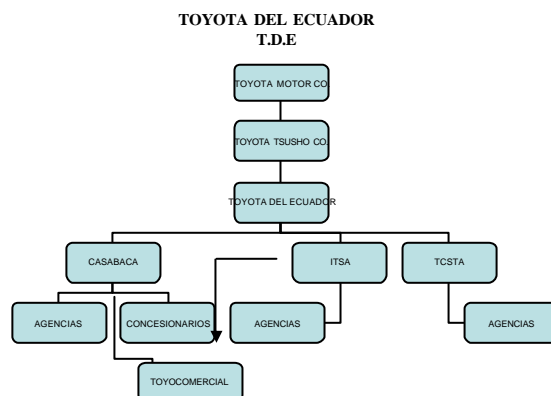
CASABACA mantiene acciones en compañías relacionadas y no relacionadas, con su giro de negocio.

A 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:

RELACIONADAS	ACTIVIDAD	%	Dic-08		Mar-09	
			CAPITAL	VPP	CAPITAL	VPP
TOYOOCOMERCIAL	VENTA AL PUBLICO VEHICULOS TOYOTA	67.00	6,700.00	57,953.40	6,700.00	57,953.40
GANADYAN	BUENA YANAHURCO	79.07	3,540,780.00	-	3,540,780.00	-
OTRAS			20,099.24	18,365.84	20,099.24	18,365.84
TOTAL			3,567,579.24	76,319.24	3,567,579.24	76,319.24

ESTRUCTURA COMERCIAL DE TOYOTA EN EL ECUADOR



La empresa Toyota del Ecuador (TDE), se constituyó en 2007, con el objeto de fortalecer la marca Toyota en el mercado. La propiedad accionarial está distribuida así: 33,33% de Toyota Tsusho Corporation Japón (TTC), 33,33% de Importadora

CORPORATIVO

Tomebamba S.A (ITSA) y 33,33% de Casabaca Holding. De acuerdo a la estructura planteada, la máxima autoridad administrativa de la empresa es 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.

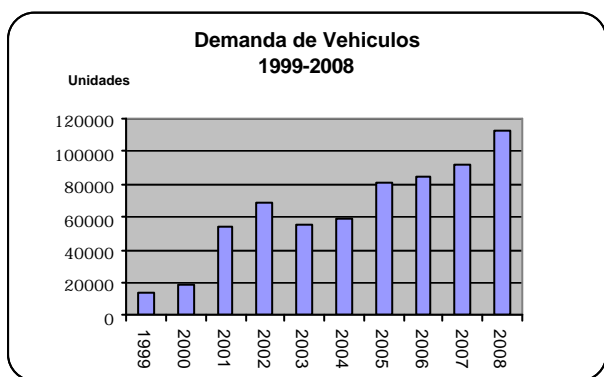
La plana ejecutiva de Toyota del Ecuador está conformada así:

- Presidente Ejecutivo: Naoki Takeuchi.
- Presidente del Directorio: Fabián Baca.
- Vicepresidente del directorio: Fernando Vázquez.

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

RIESGO SECTORIAL – Mercado Automotor

Desde el año 2001, el sector automotor ha tenido un desempeño dinámico, dando lugar a una expansión en las ventas de automotores nuevos; dicha industria incluye también: repuestos, combustibles, llantas, lubricantes, talleres y negocios relacionados como seguros, dispositivos de rastreo y financiamiento automotriz. La industria automotriz tiene un fuerte impacto en la economía, y en los últimos años ha venido liderando el segmento de consumo; aporta a la generación de valor agregado, a la creación de fuentes de trabajo y a la recaudación fiscal.



Fuente: AEADE
 Elaboración: BankWatch Ratings

Las ventas de automotores nuevos durante 2008 crecieron 21% frente a 2007. De acuerdo a su procedencia, el 58.5% fueron importados y el 41.5% fueron ensamblados en el país, mejoraron su participación en alrededor de 6 puntos porcentuales; a dic-08, la producción local anual por ensambladoras fue de 71,210² unidades. En Ecuador las ventas de vehículos dependen del entorno macroeconómico, el cual incide directamente sobre las dos fuentes de abastecimiento del mercado de vehículos: producción local e importaciones. Para 2008 se estableció una

² Diario Hoy, Dinero del jueves 31 de julio de 2008, edición electrónica.

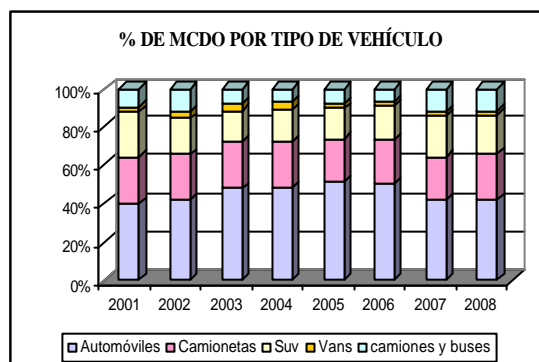
nueva normativa para el ICE de vehículos, con una tasa escalonada de entre 5% y 35%.

En 2009, se introdujo adicionalmente un sistema de cupos para importaciones, incidiendo de esta manera sobre el comportamiento de la oferta de automotores. Esto podría dar lugar a un incremento de precios si es que la demanda mantiene su conducta expansiva.

En Ecuador habría en promedio entre 12 a 13 personas por vehículo, lo cual indica que existe una demanda insatisfecha, en comparación con otros mercados de Latinoamérica, donde la tasa de ocupación es 4:1

De acuerdo a datos oficiales de la AEADE, de las ventas totales el segmento de automóviles fue el más importante y el segmento de mayor crecimiento fue el de camionetas (35%).

El cuadro que sigue muestra la participación de los distintos tipos de automotores en las ventas entre 2001 y 2008, reflejo de los gustos y preferencias del mercado ecuatoriano.



Dada la restricción para la importación de CKD (partes y piezas de vehículos), instrumentada por el Comexi, para 2009 se estima puedan ingresar al mercado ecuatoriano alrededor de 75.000 unidades nuevas. Las proyecciones de demanda por otra parte, determinaron que Ecuador requeriría 95.000 unidades, considerando una reducción de liquidez en el sistema³ y una menor propensión hacia el consumo de bienes de los hogares. Situación que permitiría a ciertas marcas mejorar sus márgenes de venta.

El efecto de la Resolución 466 del Comexi, sobre 39 partidas arancelarias relacionadas con la industria automotriz representará una reducción de USD 771.2MM en sus importaciones respecto a 2008.

Alrededor del 65% de las ventas del sector automotor se realizan a crédito, de manera que las facilidades y condiciones de dichos préstamos determinan en gran medida la evolución de esta

³ Dada la coyuntura mundial actual, se esperaría una contracción de: las remesas que envían los emigrantes, del gasto público, de las exportaciones y del financiamiento externo.

CORPORATIVO

actividad. Para 2009, dados los cambios en el entorno macroeconómico, las líneas de crédito podrían restringirse.

El mercado automotor es muy dinámico, con fuerte competencia entre marcas de todos los orígenes (de ensamblaje nacional o importados) y exigencias de servicios postventa, pues un tema común entre los empresarios del sector automotor, es fortalecer sus operaciones consolidando marcas, solidificando la red de atención y servicio al cliente, que a corto plazo se convertirá en su principal fuente generadora de ingresos⁴, especialmente si el sector espera una desaceleración en la colocación de nuevas unidades a futuro.

POSICIONAMIENTO DE LA EMPRESA EN EL SECTOR

CASABACA representa alrededor del 4% de las ventas del sector automotor, y en los últimos años su nivel de ventas se enmarcó dentro del comportamiento del mercado. Toyota mantuvo su cuarto lugar entre las marcas de mayor penetración.

Diversos cambios por disposición gubernamental se han dado desde el cuarto trimestre de 2007, los cuales han afectado el desenvolvimiento del negocio automotor, sin embargo de lo cual, 2008 se convirtió en un record en ventas. Para 2009, adicional a la Ley de Equidad Tributaria, que estableció gravámenes tributarios escalonados para vehículos a partir de enero de 2008, se establecieron cuotas de importación para CKD's, en función del promedio de los últimos tres años. Estimaciones del sector consideran que el nivel de ventas en 2009 caería hasta el 30% frente a dic-08.

TOYOTA ocupa el cuarto lugar en ventas como marca en el país con una participación del 8.6% a dic-08; entre los distribuidores de dicha marca, CASABACA es el primero. Cabe destacar que a partir del año 2007 funciona Toyota del Ecuador, donde participa Toyota Tsusho Corporation Japón, evidenciando el interés de la marca en el mercado local.

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:

MARCAS	2006	%	2007	%	Dic-08	%	Mar-09	%
GENERALMOTORS	39,853	44.7	36,174	40.0	47,493	42.3	10,902	45.3
HYUNDAI	9,573	10.7	9,951	11.0	11,870	11.6	2,811	11.7
MAZDA	7,503	8.4	8,918	9.8	9,505	9.3	1,995	8.3
TOYOTA	6,328	7.1	7,848	8.7	9,432	9.2	1,869	7.8
FORD	3,493	3.9	3,554	3.9	2,120	2.1	597	2.5
NISSAN	3,041	3.4	3,282	3.6	4,330	4.2	1,181	4.9
KIA	3,029	3.4	2,867	3.1	3,742	3.7	1,022	4.2
MITSUBISHI	1,932	2.2	2,925	3.2	1,691	1.7	317	1.3
RENAULT	2,038	2.3	2,168	2.4	2,472	2.4	510	2.1
VW	1,838	2.1	1,315	1.4	1,153	1.1	357	1.5
PEUGEOT	1,144	1.62	1,111	1.2	812	0.7	130	0.5
OTRAS	9,100	10.2	11,520	12.6	13,307	11.8	2,375	9.9
TOTAL MERCADO	89,169	100	91,633	100	102,113	100	24,066	100
Casabaca	2,764	3.1	3,528	3.9	4,287	3.8	762	3.2

⁴ <http://www.aeade.net/cifras.htm>

CORPORATIVO

Son concesionarios autorizados de la marca Toyota en el Ecuador: CASABACA, Importadora Tomebamba (ITSA) y Toyocosta, cubriendo la oferta a nivel nacional. CASA BACA 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.

CASABACA S.A a partir del último trimestre de 2004, realiza ventas casi exclusivamente al por mayor mediante sus concesionarios. En Quito opera Toyocomercial⁵, concesionario que mantiene la exclusividad de ventas en la ciudad.

En la costa la marca es vendida por la concesionaria Toyocosta, cuya propiedad CASABACA Holding comparte con ITSA.

En Ecuador, el mercado de vehículos TOYOTA tiene el siguiente comportamiento:

	2005	%	2006	%	2007	%	2008	%
TcM Casabaca	2521	44	2,095	33	2,555	33	2,850	28
ITSA	2277	40	1,309	21	1,574	20	2,072	20
TOYOCOSTA	842	15	1,135	18	1,412	18	2,334	23
Concesionarios		0	669	11	973	12	1,584	15
TcM ITSA		0	1,032	16	1,258	16	1,403	14
SKIODA*	73	1	88	1	76	1	117	1
Total TOYOTA	5713		6,328		7,848		10,370	

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

Históricamente CASABACA ha liderado las ventas de la marca Toyota en Ecuador, a dic-08 tiene una participación del 29%.

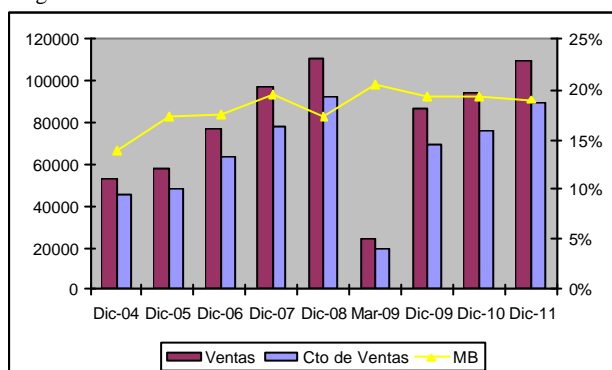
GESTIÓN OPERATIVA

CASABACA mantiene una gestión operativa positiva, con ventas, que a dic-08 llegan a 111MM y muestran un crecimiento anual del 14.21% y que a mar-09 ascienden a USD 24MM (21.6% de las de dic-08). Las ventas a mar-09 en términos anualizados muestran una reducción del 14% . Según las proyecciones se espera reducción del 22% de las ventas a dic-09, en relación a dic-08 e incrementos del 8% y 17% para el 2010 y 2011 respectivamente.

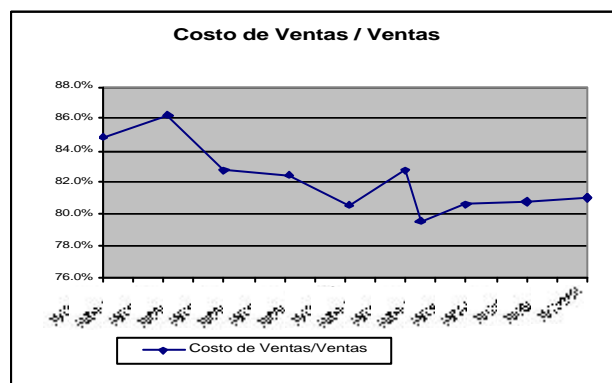
La utilidad neta que a dic-08 es de USD 3.2MM, se originó fundamentalmente en la gestión operativa de la empresa y corresponde a alrededor del 2.9% de las ventas del período. Estas utilidades son las menores de los últimos años y están muy por debajo de las del 2007, año en el que se registraron ingresos extraordinarios por venta de acciones. De acuerdo a las proyecciones, las utilidades serán menores en 2009 y 2010, para superar el nivel de las actuales en 2011, en todo caso no se espera que sean menores del 2% de las ventas. Todo ello en consistencia con las perspectivas de mercado de la empresa y del sector automotor en general.

⁵ En el último trimestre del 2004 se consolidó una alianza entre CASABACA (67%) e ITSA (33%), y se constituyó el concesionario Toyocomercial, manteniendo el nombre comercial como CASABACA.

El margen bruto a dic-08 se reduce (a 17%) con respecto a los dos últimos años debido a la comisión que CASABACA empieza a pagar a Toyota del Ecuador (TDE) por el manejo de inventarios, mientras que los precios promedio se mantienen en los mismos niveles del 2007. A Marzo 09, el margen bruto se incrementa (a 20%) gracias a que el precio promedio de los vehículos aumentó como consecuencia del cambio en la mezcla de ventas y de que se logró trasladar el incremento en el costo de ventas a los clientes. Según las proyecciones no se esperaría mantener el margen en los niveles actuales sino regresar a un margen bruto de alrededor de 18% entre el 2009 y el 2011, aún cuando se espera que las camionetas participen con un 80% de las ventas de la empresa en este y los próximos dos años. Las camionetas generan un mejor margen en las ventas.



CASABACA S.A. considera que su demanda es inelástica al precio, especialmente bajo un escenario de restricción de importaciones.



Los gastos operativos que en relación a las ventas se han mantenido en niveles de hasta casi el 14% de las ventas, en los próximos años tienden a aumentar ya que en su mayor parte corresponden a gastos fijos, que aunque según las proyecciones crecerán controladamente, se diluyen en menores ventas. A dic-08, los gastos operacionales de CASABACA suman USD 13MM, y absorben el 67.7% del resultado bruto. A marzo, la relación es 66.7%, y en las proyecciones hay un crecimiento en el peso de

estos gastos al 77.4% para 2009, 73.6% en 2010 y retornan a niveles similares a los actuales para 2011.

Tanto en 2008, como en 2009, el resultado operativo se apretaría, dando lugar a un EBITDAR operativo descendente. Sin embargo, dicho indicador se mantiene positivo y cubre el gasto financiero en todos los períodos. El margen EBITDAR a dic-08 es 6.22% menor al de 2007., y se mantiene por debajo de los observados en 2006 y 2007, 7.44% y 7.65%, respectivamente

Desde 2007, CASABACA ha tenido menores requerimientos de capital de trabajo, por causa del cambio de estructura comercial del negocio⁶, pues TDE asumió el financiamiento de inventarios. Esto se ha traducido en un menor nivel de deuda financiera frente a sus promedios históricos (hasta 2006).

El nivel del gasto financiero se mantiene entre 1% y 1.4% de las ventas. A pesar de que el monto de la deuda ha caído, los gastos financieros no se han reducido en la misma proporción por el aumento de la tasa.

El margen EBITDAR a dic-08 es 6.22% menor al de 2007., y se mantiene por debajo de los observados en 2006 y 2007, 7.44% y 7.65%, respectivamente

A la utilidad del año 2008, contribuyeron ingresos no operacionales por USD 604M, que provienen en un 98.3% de ingresos financieros (por mora, inversiones y clientes) e ingresos varios (1.7%) por utilidad en venta de activos fijos. Estos ingresos en el 2007 fueron mucho más importantes por la venta de acciones, lo que generó un resultado neto extraordinario.

ENDEUDAMIENTO

	2004	2005	2006	2007	2008	Mar09
Solidez (pasivo total/activo total)	0.59	0.59	0.57	0.40	0.41	0.48
Endeudamiento (pasivo total/patrimonio)*	1.45	1.56	1.44	0.69	0.71	0.94
Pas. total ajustado leasing / Patrimonio tangible	7.36	(304.8)	11.99	2.05	1.60	1.86
Pas. total ajustado leasing / Patrimonio ajustado**	2.07	4.55	3.28	1.16	1.16	1.36
Deuda Financiera neta/EBITDAR* (años)	5.26	4.54	3.53	1.14	1.10	0.93
EBITDAR/cargos fijos	2.15	1.75	3.00	1.137	6.92	29.82
Deuda Financiera/Capitalización	55.37	57.21	54.16	32.13	33.34	36.46
Deuda Financiera/Patrimonio Tangible	6.28	(261.3)	9.81	1.40	1.12	1.14

* Ajustado leasing.

** Patrimonio neto ajustado a cuentas por cobrar a relacionadas que no obedecen al giro del negocio.

CASABACA mantiene un nivel de endeudamiento sin ajustes al patrimonio inferior a 1, con un mínimo histórico de 0.69 observado en dic-07. Tanto a dic-08, como a mar-09, este indicador está por debajo de lo observado en años precedentes.

⁶ Implementado desde mediados de 2007.

CORPORATIVO

La calificadora considera que en el activo de la empresa hay activos que deben estar cubiertos por patrimonio ya que representan cuentas por cobrar a relacionadas o accionistas que se pagan con la misma generación de CASABACA. Adicionalmente rubros como activos diferidos o intangibles no sirven para pagar pasivos por lo que realizamos un estrés a los indicadores de endeudamiento. El índice "pasivo ajustado a leasing/ patrimonio ajustado" refleja una sensibilidad restando dichos activos del patrimonio con un resultado a dic-08 de 1.16:1 y de 1.36:1 a mar-09. El endeudamiento financiero sobre patrimonio tangible ajustado a mar-09 llega al 1.86:1.

Para resguardar la capacidad de pago de la empresa, la escritura de emisión de obligaciones de la transacción en análisis limita este endeudamiento (pasivo ajustado a leasing/patrimonio tangible ajustado) a 2.23:1 mientras exista un saldo en circulación. La calificadora, considera para este cálculo también las inversiones en relacionadas; pues este es el patrimonio tangible de la empresa, la relación "patrimonio total ajustado a leasing/patrimonio tangible" a mar-09 es 1.86; cumpliendo así el resguardo estipulado.

En definitiva, el comportamiento de las relaciones de endeudamiento con el patrimonio se incrementan a pesar de la reducción de los pasivos debido a la contracción del patrimonio de la empresa por el reparto de dividendos. Adicionalmente por los préstamos realizados a accionistas y/o relacionados y por las inversiones en relacionadas que son deducidas del patrimonio tangible.

El requerimiento de endeudamiento para el giro del negocio de CASABACA es de corto plazo, sin embargo, dado las transferencias de fondos a empresas relacionadas, las inversiones en activos fijos e inmobiliarios, la empresa históricamente ha debido endeudarse adicionalmente, de acuerdo a su estrategia.

La deuda financiera se distribuye de la siguiente manera:

FINANCIAMIENTO CON COSTO	2006	%	2007	%	2008	%	Mar-09	%
Instituciones Financieras	11,399	52.2%	6,387	61.4%	7,825	75.7%	5,685	52.0%
Mercado de Valores	3,105	14.2%	1,747	16.8%	730	7.1%	3,661	33.5%
Comercial Financiera	5,094	23.3%	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%
Con terceros, relacionados o accionistas	2,249	10.3%	2,273	21.8%	1,787	17.3%	1,581	14.5%
Total	21,848	100%	10,407	100%	10,342	100%	10,928	100%

Del cuadro anterior se desprende que la deuda del mercado de valores ha cumplido su objetivo de restructuración de pasivos. Se reduce tanto deuda con Instituciones financieras como deuda con relacionadas y/o accionistas.

Tanto a dic-08, como a mar-09, el grueso de la deuda financiera es de corto plazo; característica que persiste en la estructura de pasivos de la empresa. De acuerdo a las proyecciones, dicha composición se mantendría, pese a la emisión de obligaciones.

FINANCIAMIENTO CON COSTO	2006	%	2007	%	2008	%	Mar-09	%
CP	20,328	93.0%	9,741	93.6%	8,822	85.3%	7,448	68.2%
LP	1,520	7.0%	667	6.4%	1,521	14.7%	3,479	31.8%
Total	21,848	100%	10,407	100%	10,342	100%	10,928	100%

CORPORATIVO

La capitalización vía patrimonio ha mejorado en los últimos dos años. A dic-08, el 41% del activo está financiado por pasivos y a mar-09 el indicador llega a 48%.

CAPACIDAD DE PAGO, LIQUIDEZ

En miles de dólares:

	2005	2006	2007	2008	Mar09
Capital de Trabajo	\$2,448	\$4,253	\$4,969	\$6,365	\$10,786
Activo Corriente/Pasivo Total	0.96	1.06	1.19	1.22	1.31
Liquidez ácida	0.81	0.60	1.04	1.12	1.33
Días de Ciclo de Operación	-88	-101	-33	-15	-7
Días de Cuentas por Cobrar	63	45	36	24	36
Días de Inventarios	49	82	22	19	12

	2005	2006	2007	2008	Mar09
EBIDTA USD miles	\$3952	\$5142	\$6745	\$6428	\$2008
EBIDTA USD miles	\$4385	\$5737	\$7340	\$6909	\$2272
Deuda Largo Plazo	\$2901	\$1520	\$ 667	\$1521	\$3479
Deuda Largo Plazo, ajustada a leasing	\$5420	\$3656	\$1366	\$1906	\$3743
Deuda Corto Plazo	\$17,936	\$20328	\$ 9741	\$8822	\$7448
Deuda Corto Plazo, ajustada a leasing	\$18369	\$20924	\$10336	\$9303	\$7712
Porción Corriente	\$3475	\$2888	\$3050	\$2599	\$2540
Porción Corriente, ajustada a leasing	\$3908	\$3483	\$3645	\$3080	\$2804
Gastos Financieros	\$2072	\$1,484	\$1356	\$1356	\$1482

Al igual que en períodos anteriores CASABACA generó un EBIDTA positivo, que cubre el gasto financiero e impuestos, tanto en diciembre como en marzo. A dic-08, adicionalmente alcanza para solventar los requerimientos de capital de trabajo del período. Pero en mar-09, se queda corto, dando lugar a un flujo de caja operativo (CFO) negativo.

En 2008, la variación del capital de trabajo es positiva y representa alrededor del 47% de la observada a dic-07. Esto obedece a que en el período el crecimiento de las ventas se ha desacelerado y a que el ciclo de inventarios se acortó durante 2008.

Para 2009, CASABACA requiere días de financiamiento adicional de inventarios, pues debido al cambio en el entorno macroeconómico decidió mantener vehículos en stock para no perder ventas. Este requerimiento adicional, dio lugar a nuevos requerimientos de capital de trabajo financiados con deuda.

En 2008, la empresa realizó nuevas inversiones en efectivo en activos fijos, debido a la construcción de nuevas agencias: en el sur (USD 584M) y en Santo Domingo (USD 46M), reparaciones menores y mejoras en los equipos; Adicionalmente, el pago de dividendos presionó el flujo de caja. Para 2009, no se prevén nuevas inversiones en Capex, pero si el pago de dividendos por USD 2.8MM, que requerirá financiamiento

La operación de CASABACA genera flujos operativos suficientes para cubrir holgadamente la porción corriente de la deuda, sin embargo, la caja libre para el pago de las obligaciones depende de las necesidades de capital de trabajo en función del desempeño de las ventas y de las políticas que se adopten en relación a los

inventarios y su financiamiento. Por otro lado, afectan también a la caja, las políticas de inversión en CAPEX, relacionadas, préstamos a relacionadas y o accionistas y el pago de dividendos. Estos rubros demandaron importantes montos de liquidez en el 2008, lo que implicó un ligero incremento de deuda. De lo dicho se desprende que la necesidad de financiar o refinanciar la deuda de CASABACA dependerá de los movimientos antes descritos.

Bajo la situación actual, con una economía mundial en recesión y una debilitada estructura local vulnerable, la calificadora considera que el acceso al crédito podría volverse cada vez más difícil. Durante la crisis bancaria de hace 10 años, CASABACA operó en una situación apretada, pero tuvo acceso a crédito bancario.

Del análisis para la garantía general de la emisión se desprende que la empresa cuenta con activos disponibles para contraer nueva deuda con garantía en caso de ser necesario.

LIQUIDEZ DE LAS EMISIONES

La empresa ha colocado en el mercado emisiones en 6 ocasiones: la primera por un total de 12MM de sucres. La tercera y cuarta por USD 3MM, la quinta por USD 4MM; todas pagadas en tiempo y forma. La sexta emisión empezó a colocarse el 16 de diciembre de 2008, a mayo de 2009 hay USD 3.760M en circulación. Las emisiones de CASABACA han tenido buena demanda y han sido colocadas fácilmente. Los inversionistas principales son: IESS y varias aseguradoras. CASABACA S.A. ha honrado sus obligaciones en tiempo y forma.

La experiencia de CASABACA en el Mercado de Valores ha sido satisfactoria. Ha participado con emisiones desde 1996 cuyos pagos se han cumplido oportunamente.

ANÁLISIS DE LA GARANTÍA

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

Según el artículo 13 de la Sección 1, del Capítulo 3, Subtítulo 1 del Título 3 “Oferta Pública de Valores”, de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores: “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.

A mar-09, los activos de la empresa ascienden a USD 37.620M, de los cuales USD 7.8M corresponden activos pignorados, no todos podrían constituirse en garantía, pues hay USD 5.4M a cuentas por cobrar a relacionadas y accionistas que no obedecen al giro del negocio; adicionalmente hay gastos anticipados y diferidos por USD 567M e inversiones en relacionadas por USD 3.6MM. El saldo de las obligaciones en circulación a mar-09 es USD 3.661M (incluida la porción corriente).

Al primer trimestre de 2009, sensibilizando, los activos susceptibles de convertirse en garantía general son USD 20.2MM, que implica una cobertura de 6 veces. Sin estresar el indicador, la cobertura es de 8 veces, con USD 29.6MM de activos libres.

ACTIVOS	Mar-09	Activos en Garantía	Activos Libres	Activos Diferidos	Activos Garantía general
Depositos en Instituciones Financieras	2,703,495.63		2,703,495.63		2,703,495.63
Inversiones Brutas					
Cartera clientes	9,150,205.44		9,150,205.44		9,150,205.44
Otras cuentas por cobrar	5,530,083.95		5,530,083.95		5,530,083.95
Otros Activos Productivos Brutos	4,578,134.95	1,500,000.00	3,078,134.95		3,078,134.95
Otros Activos Productivos Brutos	1,865,416.49		1,865,416.49		1,865,416.49
Total Activos Productivos	23,827,336.46	1,500,000.00	22,327,336.46	-	22,327,336.46
Fondos Disponibles Improductivos					
Cartera en Riesgo					
Activo Fijo	9,014,003.79	6,295,629.70	2,718,374.09		2,718,374.09
Otros Activos Improductivos	4,779,562.31		4,779,562.31	189,126.31	4,590,436.00
Total Provisiones				-	-
Emision en circulación					
Total Activos Improductivos	13,793,566.10	6,295,629.70	7,497,936.40	189,126.31	7,308,810.09
Total Activos	37,620,902.56	7,795,629.70	29,825,272.86	189,126.31	29,636,146.55

El siguiente cuadro muestra el análisis de la garantía sensibilizada, dando una cobertura de 6 veces.

ACTIVOS	Mar-09	Activos en Garantía	Activos Libres	Activos Diferidos	Activos Garantía general
Depositos en Instituciones Financieras	2,703,495.63		2,703,495.63		2,703,495.63
Inversiones Brutas					
Cartera clientes	9,150,205.44		9,150,205.44		9,150,205.44
Otras cuentas por cobrar	1,038,083.95		1,038,083.95		1,038,083.95
Otros Activos Productivos Brutos	4,578,134.95	1,500,000.00	3,078,134.95		3,078,134.95
Otros Activos Productivos Brutos	1,486,416.49		1,486,416.49		1,486,416.49
Total Activos Productivos	18,956,336.46	1,500,000.00	17,456,336.46	-	17,456,336.46
Fondos Disponibles Improductivos					
Cartera en Riesgo					
Activo Fijo	9,014,003.79	6,295,629.70	2,718,374.09		2,718,374.09
Otros Activos Improductivos	198,562.31		198,562.31	189,126.31	9,436.00
Total Provisiones				-	-
Emision en circulación					
Total Activos Improductivos	9,212,566.10	6,295,629.70	2,916,936.40	189,126.31	2,727,810.09
Total Activos	28,168,902.56	7,795,629.70	20,373,272.86	189,126.31	20,184,146.55

EMPRESA: CASABACA

	Dic-04	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Mar-09	Dic-09	Dic-10	Dic-11
RESULTADOS									
Ventas	52,884	58,206	77,100	97,267	111,108	23,970	86,903	93,883	109,927
% crecimiento	32.0%	10.1%	32.5%	26.2%	14.2%	-13.7%	-21.8%	8.0%	17.1%
MARGEN BRUTO (%)	14%	17%	18%	19%	17%	20%	19%	19%	19%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación emple	3,476	3,952	5,647	6,759	6,428	2,008	3,578	4,870	6,779
MARGEN EBITDA (%)	6.6%	6.8%	7.3%	6.9%	5.8%	8.4%	4.1%	5.2%	6.2%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empl	3,476	4,385	5,737	7,459	6,909	2,272	3,842	5,134	7,043
MARGEN EBITDAR (%)	6.6%	7.5%	7.4%	7.7%	6.2%	9.5%	4.4%	5.5%	6.4%
Cuota leasing del período	0	434	595	700	481	264	264	264	264
Depreciaciones, Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas	924	518	1,633	1,295	1,038	566	204	697	527
EBIT (incluye en gastos administrativos participación empleados)	2,552	3,434	4,014	5,465	5,390	1,443	3,374	4,173	6,252
Gasto Financiero del período	-1,620	-2,072	-1,484	-1,356	-1,482	-340	-1,269	-1,113	-1,001
Impuestos a la renta	-305	-384	-649	-1,182	-1,295	-294	-601	-841	-1,395
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no	8.6%	10.1%	7.0%	8.4%	9.2%	12.8%	13.8%	14.5%	14.8%
UTILIDAD NETA	2,686	2,201	2,889	5,814	3,217	882	1,855	2,573	4,237
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	17.6%	13.0%	15.3%	26.6%	14.3%	17.2%	8.9%	12.3%	19.0%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	7.3%	5.3%	6.4%	13.4%	8.5%	9.5%	5.3%	7.5%	12.1%
FLUJO DE CAJA									
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización, Provisiones)	2,188	2,102	3,855	4,143	4,071	1,912	1,850	3,058	4,552
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	-2,816	3,544	-6,386	11,514	5,379	-1,782	-856	-1,183	-2,031
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	-629	5,646	-2,530	15,657	9,450	130	995	1,875	2,521
Inversión en Activos Fijos	-293	0	-490	-1,650	-1,348	0	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	-183	-306	0	156	-333	-18	-17	-40	0
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egr	-1,105	5,340	-3,020	14,163	7,769	112	977	1,835	2,521
Variación Neta de Deuda Financiera	2,959	547	1,012	-11,441	-4,376	585	-2,311	-691	-1,197
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pago de Dividendos	-330	-1,260	-99	-2,649	-3,648	-2,829	-2,895	-1,669	-2,316
Otros Financiamientos, Neto	-1,346	-6,221	111	741	1,274	2,340	3,309	433	1,187
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período	179	-1,594	-1,996	814	1,020	208	-920	-92	195
FLUJO DE CAJA (Ajustado FITCH)									
EBITDA OPERATIVO	3,476	3,952	5,647	6,759	6,428	2,008	3,578	4,870	6,779
(-) Gasto Financiero del período	-1,620	-2,072	-1,484	-1,356	-1,482	-340	-1,269	-1,113	-1,001
(-) Impuesto a la renta del período	-305	-384	-649	-1,182	-1,295	-294	-601	-841	-1,395
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	1,551	1,496	3,514	4,222	3,651	1,374	1,708	2,916	4,383
(-) Variación Capital de Trabajo	-2,816	3,544	-6,386	11,514	5,379	-1,782	-856	-1,183	-2,031
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	-1,266	5,040	-2,872	15,735	9,030	-408	853	1,733	2,352
(+) Ingresos no operativos que impliquen flujo	846	621	1,683	2,866	604	73	351	354	381
(-) Egresos no operativos que impliquen flujo	-209	-15	-8	21	0	0	0	0	0
(-) Dividendos, totales pagados a los accionistas en el período	-330	-1,260	-99	-2,649	-3,648	-2,829	-2,895	-1,669	-2,316
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-293	0	-490	-1,650	-1,348	0	0	0	0
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-1,252	4,386	-1,786	14,323	4,638	-3,164	-1,692	418	417
FFO MARGIN (FFO / ventas)(%)	2.93%	2.57%	4.56%	4.34%	3.29%	5.73%	1.97%	3.11%	3.99%
Cuota leasing del período	0	434	595	700	481	264	264	264	264
EBITDAR OPERATIVO (EBITDA + CUOTA LEASING DEL PERÍODO)	3,476	4,385	6,242	7,459	6,909	2,272	3,842	5,134	7,043
BALANCE									
Caja e Inversiones Corrientes	2,003	3,487	1,930	2,597	3,146	2,703	3,542	3,707	4,083
Activos Totales	40,137	42,239	47,485	38,990	36,372	37,620	34,115	34,460	35,822
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye leasing)	19,909	17,936	20,328	9,741	8,822	7,448	4,038	5,547	3,350
Pasivo financiero Largo Plazo	380	2,901	1,520	667	1,521	3,479	3,993	1,793	2,793
Financiamiento Leasing	0	2,570	2,136	700	385	264	0	0	-56
Obligaciones Financieras Total (ajustada a leasing)	20,289	23,406	23,985	11,107	10,728	11,191	8,031	7,340	6,087
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	16,357	17,506	20,297	23,462	21,447	19,500	20,407	21,311	23,232
Capitalización ****	36,646	40,912	44,282	34,569	32,175	30,692	28,438	28,651	29,319
Pasivos contingente	0	0	0	0	0	0	0	0	0
ACTIVO PIGNORADO	8,257	17,733	4,045	5,023	7,811	7,796	6,858	6,858	6,858
Activo Diferido + (Activo Intangible si no está pignorado)	399	575	464	243	181	189	150	155	130
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones	31,481	23,931	42,976	33,724	28,380	29,636	27,107	27,447	28,834
Emisión de Obligaciones en Circulación	1,500	1,246	1,520	1,747	730	3,661	5,000	1,650	2,293
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x)	21	19	28	19	39	8	5	17	13
Límite Legal para Emitir Obligaciones	25,185	19,145	34,380	26,979	22,704	23,709	21,685	21,957	23,067

(x) Índice expresado en número de veces

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

** Costo de Financiamiento Estimado= Intereses pagados/ Deuda Bancos+Mercado valores+comercial financiera+terceros, relacionados o accionistas Promedio (no ajustada a leasing)

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

CORPORATIVO

9

Conozca su riesgo ... exija integridad y transparencia, BankWatch Ratings

Asociados a:
Fitch Ratings

EMPRESA: CASABACA

	Dic-04	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Mar-09	Dic-09	Dic-10	Dic-11
INDICADORES FINANCIEROS									
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	2.15	1.91	3.80	4.99	4.35	5.90	2.82	4.38	6.77
(EBITDA - Inver.en Activo Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	1.96	1.91	3.47	3.77	3.44	5.90	2.82	4.38	6.77
EBITDAR / cargos fijos (intereses y cuota leasing del período)	2.15	1.75	3.00	11.37	6.92	29.82	3.82	6.05	9.56
Deuda Financiera Total / EBITDA o EBITDAR (x) Anual	5.84	5.34	3.84	1.49	1.55	1.23	2.09	1.43	0.86
Deuda Financiera Neta / EBITDA o EBITDAR (x) Anual	5.26	4.54	3.53	1.14	1.10	0.93	1.17	0.71	0.28
Deuda Financiera Total (ajustada a leasing) / FFO (x)	13.08	15.65	6.83	2.63	2.93	2.04	4.70	2.52	1.39
(FCF) Flujo de caja libre/ deuda financiera total (ajustada al leasing) (%)	-6%	19%	-7%	129%	-7%	-113%	3%	6%	7%
Deuda Financiera Total ajustada leasing / Capitalización (%)	55.37%	57.21%	54.16%	32.13%	33.34%	36.46%	28.24%	25.62%	20.76%
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	11.24%	11.69%	15.91%	15.38%	16.17%	19.91%	21.43%	23.36%	25.86%
Deuda Financiera Total ajustada leasing / Pasivo Total (%)	85.32%	94.64%	88.22%	71.53%	71.87%	61.76%	58.59%	55.82%	48.35%
Pasivo Total NO ajustada leasing / Patrimonio (x)	1.45	1.41	1.34	0.66	0.70	0.93	0.67	0.62	0.54
Pasivo Total NO ajustado leasing / Patrimonio Tangible (x)	7.36	-276.12	11.12	1.96	1.56	1.84	1.14	0.99	0.76
Pasivo Total ajustado leasing / Patrimonio (x)	1.45	1.56	1.44	0.69	0.71	0.94	0.67	0.62	0.54
Pasivo Total ajustado leasing / Patrimonio Tangible	7.36	-304.81	11.99	2.05	1.60	1.86	1.14	0.99	0.76
LIQUIDEZ									
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (ajustado a leasing)	98.13%	78.48%	87.24%	94.00%	86.72%	68.91%	53.57%	79.17%	59.37%
Caja e Inv. Corrientes / Deuda Financiera Corto Plazo (incluyendo cuota leasing)	10.06%	18.98%	9.22%	24.88%	33.82%	35.05%	82.33%	63.70%	112.98%
FFO / intereses del período (FFO/interest cover)	195.72%	172.19%	336.70%	411.39%	347.35%	504.01%	234.62%	361.97%	537.83%
CFO / intereses del período (CFO/interest cover)	-78.12%	243.23%	-193.48%	1160.66%	-355.49%	119.96%	-67.20%	-155.71%	-234.97%
FFO / cargos fijos (intereses periodo+cuota leasing)	195.72%	159.70%	268.95%	305.38%	-562.21%	-2596.24%	-322.50%	-505.58%	-766.25%
CFO / cargos fijos	-78.12%	201.14%	-138.11%	765.53%	268.40%	-67.55%	55.63%	125.86%	185.94%
FFO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.08	0.08	0.17	0.43	0.42	0.74	0.42	0.53	1.31
CFO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0.06	0.28	-0.14	1.62	0.60	-0.22	0.21	0.31	0.70
FFO / Porción Corriente LP (x) Anual	0.36	0.43	1.22	1.38	1.41	2.16	1.13	8.17	
CFO / Porción Corriente LP (x) Anual	-0.29	1.45	-0.99	5.16	2.03	-0.64	0.57	4.85	
EBITDAR / (Deuda Financiera Corto Plazo + Cuota leasing período) (x) Anual	0.17	0.24	0.30	0.71	0.74	1.18	0.89	0.88	1.95
EBITDAR / (Deuda Financiera Corto Plazo + Cuota leasing período + Gasto financiero período) (x) Anual	0.19	0.27	0.32	0.82	0.89	1.43	1.27	1.09	2.70
EBITDAR / (Porción Corriente Deuda LP + Cuota leasing + Gastos Financieros) (x) Anual	0.58	0.73	1.26	1.46	1.52	2.18	1.26	2.96	5.57
Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0.06	0.24	-0.09	1.47	-0.08	-1.70	0.06	0.08	0.12
Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	-0.29	1.26	-0.62	4.70	-0.27	-4.98	0.17	1.17	
OTROS INDICES									
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	1,636	2,448	4,253	4,970	6,365	10,786	10,015	9,902	14,454
Liquidez Ácida (x)	0.71	0.81	0.60	1.04	1.12	1.33	1.62	1.47	2.02
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales) / Pasivo Corriente (x)	0.48	0.61	0.45	0.88	0.86	0.91	1.41	1.26	1.78
Activo corriente / Pasivo Total (x)	1.04	0.96	1.06	1.19	1.22	1.31	1.33	1.49	1.79
Patrimonio / Activo Total (x)	0.41	0.41	0.43	0.60	0.59	0.52	0.60	0.62	0.65
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	4	6	8	10	15	10	10	11	10
Días de cuentas por cobrar	81	63	45	36	24	36	35	34	35
Rotación de inventarios (x)	5	7	4	17	19	12	14	14	14
Días de inventarios	66	49	82	21	19	30	25	25	25
Rotación de cuentas por pagar (x)	77	61	203	186	115	43	54	74	74
Días de cuentas por pagar	5	6	2	2	3	8	7	5	5
Rotación Capital de Trabajo	28	20	15	16	14	7	7	8	6
Días de Capital de Trabajo	13	18	24	23	25	51	51	47	58
Días de Ciclo de Operación	-129	-88	-101	-32	-15	-7	-2	-8	3
Costo de Ventas / Obligaciones Financieras Promedio	242.44	312.27	297.99	486.02	284.42	70.96	-	-	-
Vencimientos Deuda Financiera									
Año	2005	2006	2007	2008	2009	2009	2009	2009	2009
Vencimientos Emisión Obligaciones	2,665	2,249	2,273	1,503	0	0	0	0	0
Vencimientos Otra deuda Financiera	26,554	25,466	9,855	837	0	0	0	0	0
Total	31,225	29,721	14,135	4,348	2,009	2,009	2,009	2,009	2,009

(x) Índice expresado en número de veces

CORPORATIVO