

Ecuador
 Emisión Obligaciones

CASABACA S.A.

Calificación - Sexto Seguimiento

Tipo de Instrumento	Calif. Anterior	Calif. Actual	Último Cambio
Sexta emisión de Obligaciones	AA-	AA-	16/07/2008

Resumen Financiero

(Miles USD)	2007	2008	2009	2010	Mar-11
Activos	38,991	36,372	44,940	49,498	47,448
Patrimonio	23,462	21,447	25,514	28,732	29,247
Resultados	5,814	3,217	4,046	5,409	600
ROE (%)*	26.57	14.33	17.23	20.73	9.46
ROA (%)*	13.45	8.54	9.95	12.22	5.72

* Anualizados para períodos intermedios.

DESCRIPCIÓN DE LA SEXTA EMISIÓN DE OBLIGACIONES EN CIRCULACIÓN	
Emisor:	Casabaca S.A.
Monto	USD. 5.000.000
Fecha de Aprobación SIC:	21/11/2008
Fecha de Colocación:	Entre 16/12/2008 y 29/06/2009
Fecha de Vencimiento:	15/12/2011
Monto Colocado:	USD. 5.000.000
Monto en circulación:	USD. 1.693.073
Plazo:	1.080 días.
Tasa de interés:	Libor de 3 meses más 5 puntos, reajustable.
Clases:	B
Serie:	Serie 1: USD 3MM Serie 2: USD 2MM
Pago de intereses:	Trimestral
Amortización de capital:	Semestral, a partir de los 180 días contados desde la fecha de emisión de los títulos.
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

FECHA COMITE: Mayo /2011

ESTADOS FINANCIEROS A: Diciembre 2010 y Marzo 2011

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

• RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACIÓN

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings S.A., con base en los estados financieros auditados 2009 y 2010 según normas NIIF y estados financieros internos e información adicional con corte al 31 de marzo de 2011 decidió mantener la calificación de la sexta emisión de obligaciones de Casabaca S.A. en AA-. La designación **“corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenece y en la economía en general”**.

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

Hemos sido informados que en el mes de agosto de este año nuevamente se cambiará la estructura comercial de CASABACA, quien se fusionará con TOYOCOMERCIAL. Hasta el 2009, esta empresa fue la cara comercial de CASABACA, luego desde el 2009 pasó a ser otro distribuidor TOYOTA de propiedad de CASABACA en aproximadamente 67%. Las proyecciones presentadas y analizadas incluyen dicha fusión. Como efecto de la misma no se observan cambios importantes en el riesgo económico de CASABACA.

Sin embargo, las ventas fusionadas se reducirían tanto en volúmenes como en precios. Las expectativas en cuanto a volúmenes provienen de las restricciones y nuevos aranceles e impuestos establecidos por el gobierno al mercado automotor, y específicamente a vehículos de mayor precio que es el mercado de TOYOTA en Ecuador. Adicionalmente TOYOTA del Ecuador afronta limitaciones en la oferta de vehículos por la elevada demanda de los mismos en otros mercados más grandes. La incidencia en los precios proviene del cambio forzado por dichas restricciones en la mezcla de ventas hacia vehículos de menores precios y márgenes.

La preferencia de los consumidores hacia vehículos de menores precios afectó la participación de la marca TOYOTA en el expansivo mercado automotor del país.

Entre las estrategias comerciales de CASABACA están la de profundizar el mercado de camionetas que tiene una buena demanda en el mercado. También seguirán impulsando el negocio de servicios y repuestos.

La decisión del Comité reconoce la calidad de la administración, su capacidad de gestión y la posición de la marca TOYOTA en el mercado.

Consideramos, que la empresa tiene recursos para enfrentar circunstancias menos favorables y seguir generando resultados positivos y flujos para sostener su operación y cumplir con las obligaciones adquiridas aún con menores ventas esperadas y márgenes presionados como muestran las proyecciones.

El EBITDA y la generación de flujos de la empresa son volátiles, dependiendo del mercado pero también de la estructura comercial que definen los accionistas y/o de los requerimientos de sus relacionadas comerciales. Para 2011, se espera un EBITDA muy reducido en relación a los años anteriores, el mismo que se recuperaría a partir del 2012.

A diciembre-10, y marzo-11, el nivel de endeudamiento contra patrimonio tangible es adecuado y consistente con la calificación otorgada. En relación a la generación (EBITDA) los indicadores de endeudamiento son más apretados pero todavía adecuados en relación a la calificación. Se toma en cuenta que el indicador de apalancamiento en relación a la generación a marzo-11, está comparando la deuda con una generación que no es indicativa del año ya que la mayor generación se da en el segundo semestre.

Se esperaría que los índices de apalancamiento al menos se mantengan en los niveles actuales, los mismos que podrían presionarse dependiendo de la política de inversiones y de las decisiones en cuanto al reparto de dividendos.

Consideramos que la empresa mantiene su capacidad de pago en cuanto a la deuda contraída y que el riesgo de refinanciamiento está mitigado por las alternativas de financiamiento a las que tiene alcance y por el soporte de los accionistas.

ANÁLISIS FODA

Fortalezas

- Comercialización de una marca reconocida a nivel mundial.
- Posicionamiento de marca (Imagen, Experiencia, Prestigio) en el sector automotor.
- Experiencia y conocimiento del negocio.
- Calidad de la gerencia y plana administrativa.
- Estrategia comercial flexible.
- Apoyo tecnológico 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

- Autos híbridos de bajo cilindraje, con cero aranceles en el mercado ecuatoriano.

Debilidades

- Alrededor del 20.1% del activo y el 32.5% del patrimonio representan cuentas por cobrar no comerciales a la Holding, Accionistas y Relacionadas. El financiamiento de estas cuentas presiona el índice de endeudamiento de CASABACA, y no cuenta con políticas definidas.

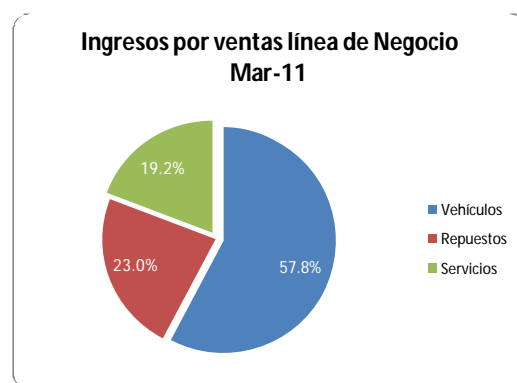
Amenazas

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

DESCRIPCIÓN DEL EMISOR

CASABACA inició actividades en 1959, 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 e incorpora una línea de repuestos (tras su fusión con Mansuera) y otra de servicio técnico automotriz (tras fusión con CasaBaca Servicio).

A la fecha de análisis tiene relación por accionariado con: Casabaca Holding –su única dueña hasta 2009-, Alpina, Toyocosta y Toyota del Ecuador. Las acciones que la familia Baca mantiene en dichas compañías, son a través de la Holding.



ESTRUCTURA DEL GRUPO

Desde enero de 2010, CASABACA no forma parte de ningún grupo económico, pero mantiene relación por accionariado con otras empresas de propiedad de la familia Baca.

CASABACA en años precedentes actuó como cabeza de grupo y sus flujos apoyaron el desarrollo de negocios de la familia,

CORPORATIVO

relacionados y no relacionados con el mercado automotor. Tras la creación de CASABACA Holding, que permitió la salida de otros negocios de su balance, CASABACA pasó a ser una empresa más bajo el control de aquella hasta dic-09. A partir del 1 de enero de 2010, la empresa regresa a ser propiedad de los accionistas de CASABACA Holding.

Históricamente se ha comportado como una generadora de recursos para el grupo; ha transferido sus flujos a empresas de la familia, a través de: inversiones, préstamos de corto o largo plazo y la venta por cobrar de activos de su balance. Para dichas operaciones no dispone de un protocolo, pero cuentan con documentos de respaldo. Al primer trimestre 2011, la deuda por cobrar a relacionadas sumó 4.8 millones (USD243.000,00 menos que en el 2009) lo que representó el 10.16% de los activos totales de CASABACA .

EMPRESAS SUBSIDIARIAS

CASABACA mantiene acciones en compañías relacionadas y no relacionadas con su giro de negocio. En el Balance de CASABACA. Dichas inversiones están contabilizadas a valor razonable.

Las inversiones en subsidiarias, donde CASABACA tiene más del 50% de acciones, no se consolidan en el reporte de auditoría externa a dic-10 por solicitud de la Superintendencia de compañías.

RELACIONADAS	ACTIVIDAD	%
TOYOCOMERCIAL	VENTA AL PUBLICO VEHICULOS TOYOTA	67%
GANADYAN	DUEÑA YANAHURCO	79%
OTRAS		< 1%

TOYOCINERCIAL se fusionará con CASABACA a partir de agosto de 2011.

GANADYAN es dueña de un terreno que no genera ningún retorno a CASABACA.

ESTRUCTURA ACCIONARIAL Y SOPORTE

CASABACA mantiene un capital social de USD 17.1MM. A partir del 1 de enero de 2010 pasa a manos de personas naturales, tras el pago de deudas de Casabaca Holding a sus accionistas, con acciones de CASABACA. La composición accionarial es:

ACCIONISTAS	%
Enrique Cobos Baca	13.9%
Fabian Esteban Baca Cobo	12.7%
Angel Gonzalo Baca Cobo	8.7%
Jaime Gonzalo Baca Moscoso	8.5%
Diego Fernando Baca Samaniego	8.3%
Alberto Cobos Baca	7.1%
Lourdes Cobos Baca	7.1%
Martha Luisa Samaniego Proaño	6.8%
Con % < 5%	27.0%

El soporte de los accionistas en este caso se refleja en las garantías personales que avalan parte de la deuda de la empresa. Históricamente se reparten dividendos a los accionistas en alrededor de 90% de los resultados del año anterior. Sobre las utilidades del 2010 se reparte el 55%.

• ADMINISTRACIÓN Y GOBIERNO CORPORATIVO

De acuerdo a los estatutos de la empresa, la Junta General de Accionistas es la más alta autoridad de la empresa, y ejerce su mando a través del Directorio y las autoridades que éste nombre. El Directorio de CASABACA se reúne una vez por mes, dejando sus decisiones por escrito en actas. Las acciones ordinarias tienen derecho a voto en proporción al valor pagado.

La administración de CASABACA está en manos de accionistas directos. Los administradores principales cuentan con formación profesional y experiencia. Una fortaleza de la empresa es la calidad gerencial comprometida con altos principios de integridad y transparencia.

La estructura administrativa está centralizada; la empresa cuenta con una estructura operacional y comercial adecuada con normas y controles establecidos y eficientes. CASABACA mantiene sistemas de información y control con certificación ISO 9000-2008.

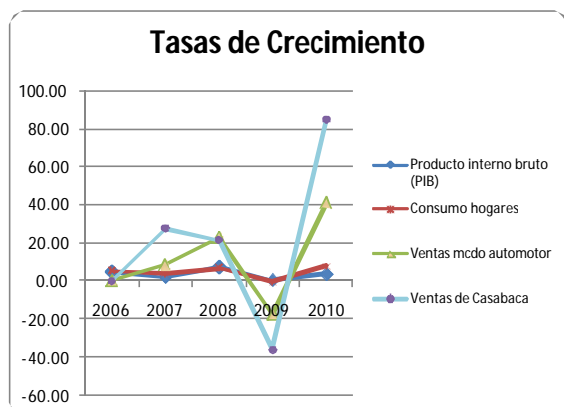
La empresa cuenta con un protocolo familiar que especifica los requerimientos para tener una posición en la empresa y la conformación del Directorio. No dispone de políticas establecidas e implementadas para las transacciones con empresas relacionadas y/o con accionistas.

CASABACA no tiene un Comité de Empresa y nunca ha experimentado problemas laborales significativos. La provisión para jubilación patronal se encuentra al día, se la realiza con base en un estudio actuarial.

• ENTORNO MACROECONÓMICO

Ver Anexo 2.

• RIESGO DE LA INDUSTRIA



La industria automotriz es un termómetro del desempeño de la economía en general y en un segmento beneficiario de la liquidez de la economía y de la apertura crediticia del sector financiero. Incide en el desempeño de negocios relacionados (repuestos, combustibles, llantas, lubricantes, talleres; seguros, dispositivos de rastreo y financiamiento automotriz).

La evolución del sector depende de factores tales como: la disponibilidad de crédito, grado de apertura para las importaciones y liquidez de la economía. Alrededor del 65% de las ventas del sector automotor se realizan a crédito. Geográficamente, el grueso de las ventas de automotores nuevos se concentran en la provincia de Pichincha (alrededor del 42%).

La dinámica de las ventas de vehículos depende del entorno macroeconómico, que incide directamente sobre las dos fuentes de abastecimiento del mercado de vehículos: producción local e importaciones. El automotor es un mercado estacionario y el último trimestre suele acumular los mayores niveles de ventas; sin embargo, los agentes económicos ajustan sus expectativas en función de las decisiones del Gobierno Central, que en los últimos años ha intervenido activamente en este segmento.

La competencia es fuerte entre marcas de todos los orígenes (de ensamblaje nacional o importado) lo que promueve exigencias de servicios postventa. La tendencia entre concesionarios es fortalecer sus operaciones consolidando marcas, solidificando la red de atención y servicio al cliente; rubro que ha incrementado su participación en los ingresos por ventas y que de persistir la tendencia a futuro pasara a ser la principal fuente generadora de ingresos¹.

Desde 2009, se observa un cambio en combinación de los productos de mayor venta entre las principales marcas en el país. Bajo un entorno sensible al precio, marcas emergentes han sido las de mayor crecimiento. Los cambios en el entorno de la industria han llevado a que los modelos más pequeños y/o de menor equipamiento sean los vehículos más comerciales. Ello ha dado

¹ AEADE, Anuario 2009.

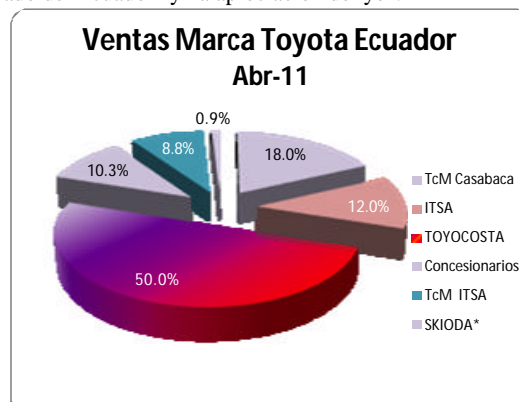
lugar a una caída en el precio promedio para casi todos los segmentos.

Las estadísticas del sector indican que el precio es un factor importante en la decisión de compra en los segmentos particulares, mientras que la demanda de vehículos de trabajo es menos elástica.

POSICIONAMIENTO DE LA EMPRESA

CASABACA a abr-11, representa alrededor del 3% de las unidades vendidas del mercado automotor². Actualmente, por niveles de ventas, la marca Toyota es la sexta en importancia en el país.

El mercado automotor ecuatoriano está privilegiando la venta de vehículos de precios de hasta USD 20M. Dicha característica ha presionado la participación de la marca Toyota, y a futuro podría continuar limitando su desempeño. El entorno operativo actual de la marca, en el país, responde tanto las medidas gubernamentales, que desde 2008 han distorsionado este mercado, como a problemas de abastecimiento desde las plantas –por el tamaño de mercado del Ecuador- y la apreciación del yen.



*Skioda vende vehículos Toyota liberados de impuestos, ventas que se registran para CASABACA.

En Ecuador, los concesionarios autorizados de la marca Toyota son: CASABACA, Importadora Tomebamba (ITSA), Toyocosta y Toyocomercial; empresas, que pertenecen a dos grupos familiares, que se han repartido el mercado ecuatoriano. A nivel nacional, para la marca Toyota, CASABACA es el concesionario más importante; posición que ha mantenido a lo largo de los años.

ITSA opera principalmente en la ciudad de Cuenca, en la sierra sur y central. CASABACA realiza sus ventas al por mayor a

² Participación de mercado de Casabaca:

2007	3.84%
2008	3.93%
2009	2.96%
2010	2.88%
Abr-11	2.74%

CORPORATIVO

concesionarios de Quito. Toyocomercial³ realiza el 100% de sus ventas en Quito y reparte sus retornos en proporción a la participación accionaria a CASABACA (67%) e ITSA (33%). En la costa, opera Toyocosta, cuya propiedad CASABACA Holding comparte con el grupo ITSA en proporciones iguales (50%).

• **ANÁLISIS FINANCIERO**

Presentación de cuentas

Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros auditados por Deloitte & Touche para los años 2008, 2009 y 2010, no se presentan observaciones a dicho documento. Las cifras no auditadas que se analizan provienen de los estados financieros interinos, bajo normas NIIF, con corte a marzo 2011.

	Dic-07	Dic-08	Dic-09	Dic-10	Mar-11
Retorno sobre Activo Promedio	13.45%	8.54%	9.95%	12.22%	5.72%

* Anualizados para períodos intermedios.

• **GESTION OPERATIVA**

CASABACA es una empresa con amplia experiencia en el mercado local, que pese a la coyuntura creciente del mercado automotor en los últimos años, ha afrontado condiciones desfavorables, que han requerido creatividad y flexibilidad de su parte. La gestión operativa de la empresa se ha mantenido positiva, a dic-10 generó una utilidad bruta de USD 7.9MM, y para 2011 a marzo, el resultado antes de impuestos y empleados llega al 7.6% de aquel.

La utilidad es de buena calidad, proviene fundamentalmente del negocio principal (vehículos); cabe destacar que a la fecha de análisis hay una importante contribución de ingresos no operativos, especialmente por resultados en Toyocomercial

CASABACA registró ingresos por ventas y servicios por USD 88.8MM en dic-10 y USD 16MM en mar-11, provenientes mayoritariamente de la línea vehículos. El desempeño de las ventas en los últimos períodos se explican tanto por el volumen de ventas en unidades, como por el precio promedio. Resultado de la composición de ventas (que incluyó híbridos) se dio un salto en precios, sin afectar la estructura operativa disponible.

	2007	2008	Dic-09	Dic-10
Unidades	3,528	4,434	2,742	3,762
Precio promedio	16900	19248	23955	29958

A la fecha de análisis, la contribución de la venta de vehículos en el ingreso total es decreciente, reflejando un cambio en la estructura comercial de la empresa, que va cristalizando a medida que transcurre el tiempo.

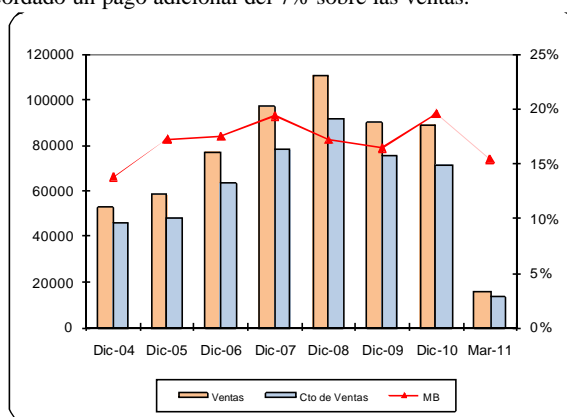
³ Desde 2004 se consolidó una alianza entre CASABACA e ITSA, constituyendo el concesionario Toyocomercial; bajo el nombre comercial de CASABACA.

CORPORATIVO

Ingresos netos por línea de negocio (%)	2008	2009	Dic-10	Mar-11
Vehículos	76.8%	68.5%	58%	51%
Repuestos	15.4%	19.9%	25%	30%
Servicio	2.8%	5.1%	6%	9%
Otros	4.90%	6.5%	11%	10%

En 2010, el incremento de ingresos no operativos se explica por el cambio en la política de comercialización del grupo a partir de febrero, CASABACA y Toyocomercial como concesionarios independientes; lo que implica que las ventas a Toyocomercial que antes se registraban en la empresa, ya no se incluyen (el 65% de las colocaciones de CASABACA eran ventas a Toyocomercial).

Adicionalmente, como Casabaca tiene participación accionaria en Toyocomercial, percibe sus resultados como valor razonable y le cobra a Toyocomercial comisiones, servicios administrativos, gestión y arriendos, lo que se registra como ingresos operativos (otros). Si bien CASABACA ha facturado por estos servicios durante los períodos anteriores, bajo el nuevo esquema se ha acordado un pago adicional del 7% sobre las ventas.



A mar-11 el margen bruto de ventas decayó al 15.39% (fue 19.61% en dic-10), explicado por las venta de inventarios a Mansuera al costo. De acuerdo a las proyecciones de CASABACA, el margen bruto en los próximos años sería similar a los históricos de la empresa. A dic-10, se dio una mejoría en el margen bruto explicado por la salida de CASABACA de las ventas a Toyocomercial, que generaban menores ingresos porque la empresa le cedía parte de su descuento. La participación de ventas directas a distribuidores, repuestos y servicios genera un mezcla de precios mayor y más rentable.

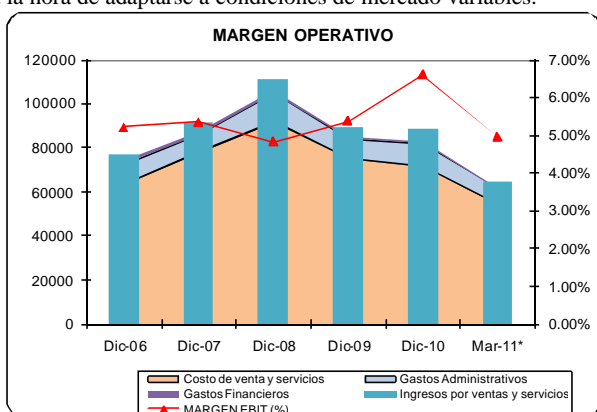
En ventas, a futuro se espera una contracción en el número de unidades, una reducción del precio promedio como resultado del cambio en el tratamiento arancelario para híbridos de determinado cilindraje para 2011, y nuevas intervenciones del gobierno en el mercado automotor; factores que afectarían la demanda de vehículos de mayor nivel de precios.

Como se dijo antes, mientras CASABACA ha mantenido su posición de mercado, Toyota ha venido cediendo posiciones frente

a las otras marcas, y dadas las condiciones del mercado actuales no se espera que dicha tendencia se revierta en el mediano plazo.

Los gastos operativos absorben el 11.77% en el 2010 y el 10.43% en el primer trimestre del 2011. El incremento del gasto administrativo respecto del 2009, se genera por el aumento en sueldos, salarios y beneficios a empleados principalmente.

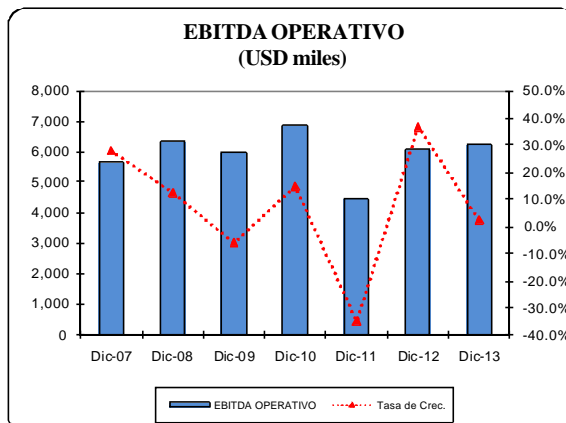
A mar-11, los gastos de operación más importantes son remuneraciones (49%) y servicios de terceros (13.8%). Las remuneraciones de personal de ventas tienen componentes variables importantes (comisiones), lo que constituye una fortaleza a la hora de adaptarse a condiciones de mercado variables.



* Cifras Anualizadas.

Para 2010, el resultado operativo mejoró 20.7% frente a 2009. Como se explicó antes, hay una importante contribución de ingresos no operativos, provenientes de los resultados de asociadas; aportaron también ingresos financieros (inversiones y intereses regulares y por mora de clientes) e ingresos varios (por venta de activos fijos y de títulos). A mar-11, hay USD 3M en ingresos varios, pero es a fin de año cuando se contabilizan los resultados de las relacionadas.

CASABACA mantiene gastos financieros que respecto de los ingresos por ventas y servicios representan el 1.45% a dic-10 y el 1.33% a mar-11. Peso relativo que se mantiene en línea con los niveles históricos de la empresa, y que responde tanto al volumen del endeudamiento promedio, como al costo del mercado.



El gráfico de la curva del EBITDA operativo muestra el comportamiento volátil de los flujos de la empresa, en función del mercado, la política de comercialización de la empresa y los requerimientos de sus relacionadas comerciales. Para 2011, el desempeño de la empresa va a depender de la combinación de ventas y servicios, de la coyuntura de mercado.

CASABACA maneja un negocio rentable, con una generación adecuada de flujos, y con niveles de apalancamiento acordes con el modelo de negocios que maneja; sin embargo, la generación de la empresa consistentemente se emplea para apuntalar negocios con empresas relacionadas, lo que presiona sus requerimientos de financiamiento.

• ESTRUCTURA DEL BALANCE

ACTIVOS

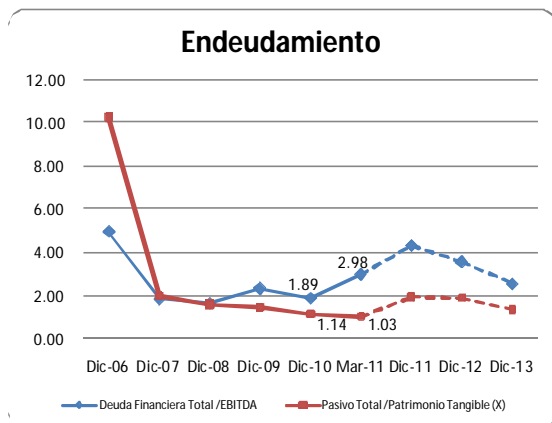
CASABACA a dic-10 mantiene activos por USD 49.5MM y de USD 47.4MM a mar-11, alrededor del 55% del activo corresponde a activos corrientes y el 7% a activos líquidos. Para mar-11, hay un saldo inusualmente elevado en caja e inversiones temporales (16%), explicado porque coyunturalmente la administración cerró el trimestre sin colocar dichos recursos.

La principal cuenta del activo corresponde a cuentas por cobrar, en línea con el giro del negocio; que a mar-11 suman USD 14.5MM (30.7% del activo total), de los cuales el 28.7% son con relacionadas. Adicionalmente, en dicho período el 0.5% del activo concierne a otras cuentas por cobrar a relacionadas y el 9.9% a inversiones en vinculadas.

A mar-11, los inventarios representan el 2.3% (fue el 4.7% a dic-10), el decrecimiento de su participación se debe a la venta del inventario de repuestos de otras marcas a Mansuera –nombre rehabilitado para manejar dicha línea, bajo el control de la Holding-.

El activo no corriente está conformado principalmente por la Propiedad (oficinas, almacenes, terrenos y bodegas), a mar-11 asciende a USD 12.3 MM y corresponde al 26% del activo.

ENDEUDAMIENTO



A mar-11, el pasivo de CASABACA financia el 38% del activo. Para 2010, los niveles de endeudamiento fueron inferiores a los del año 2009, como resultado del cambio en la estructura comercial, donde financia el 67% del inventario de Toyocomercial, a través de una cuenta comercial de corto plazo (55 días) sin intereses.

FINANCIAMIENTO CON COSTO	2007	%	2008	%	2009	%	Dic-10	%	Mar-11	%
Instituciones Financieras	6,387	61.4%	7,825	75.7%	8,805	62.7%	9,841	76.0%	5,199	61.5%
Mercado de Valores	1,747	16.8%	730	7.1%	3,773	26.9%	1,677	12.9%	1,693	20.0%
Comercial Financiera	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%
Con terceros, relacionados o accionistas	2,273	21.8%	1,787	17.3%	1,462	10.4%	1,436	11.1%	1,568	18.5%
Total	10,407	100%	10,342	100%	14,040	100%	12,954	100%	8,460	100%

El pasivo financiero representa el 62.4% del pasivo total de dic-10 y el 46.5% del de mar-11. El financiamiento con costo de CASABACA proviene esencialmente de entidades financieras, que constituyen una fuente de corto plazo. El fondeo de largo plazo, proviene del mercado de valores.

FINANCIAMIENTO CON COSTO	2007	%	2008	%	2009	%	Dic-10	%	Mar-11	%
CP	9,741	93.6%	8,822	85.3%	11,927	85.0%	11,914	92.0%	7,654	90.5%
LP	667	6.4%	1,521	14.7%	2,113	15.0%	1,040	8.0%	807	9.5%
Total	10,407	100%	10,342	100%	14,040	100%	12,954	100%	8,460	100%

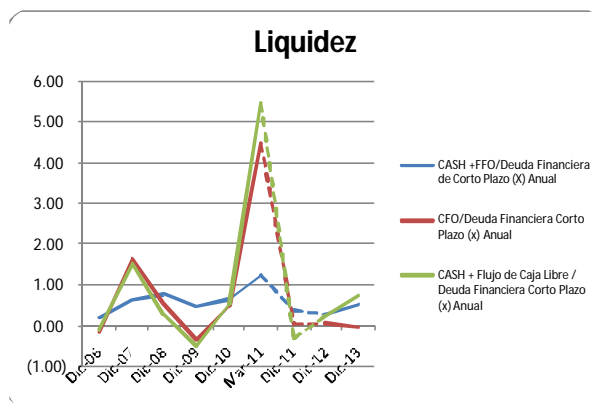
A dic-10, el nivel de endeudamiento contra patrimonio tangible es 1.14 veces y 1.03 veces a mar-11 y es más bien bajo. En la escritura de emisión de obligaciones se estableció un resguardo sobre este indicador de 2.23 veces.

En relación a la generación (EBITDA) los indicadores de endeudamiento son más apretados y podrían presionarse dependiendo de las políticas de inversión y reparto de dividendos. En el 2010 CASABACA no necesitó financiamiento para capital

de trabajo pudiendo cubrir con el flujo el pago de dividendos, las inversiones en CAPEX y reducir deuda.

Se considera que la actual estructura financiera de CASABACA es sólida para enfrentar circunstancias menos favorables y contracciones en la generación de EBITDA. Dependerá de las necesidades de capital de trabajo, de las políticas de inversiones y de las políticas de reparto de dividendos que se mantengan los niveles de apalancamiento.

• **CAPACIDAD DE PAGO Y LIQUIDEZ**



	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Mar.11
Capital de Trabajo	\$ 2.45	\$ 4.25	\$ 4.97	\$ 6.37	\$ 8.35	\$ 9.39	\$ 9.84
Activo Corriente/Pasivo Total	0.96	1.06	1.19	1.22	1.22	1.32	1.40
Liquidez ácida	0.81	0.6	1.04	1.12	1.11	1.39	1.56
Días de Ciclo de Operación	-88	-101	-33	-16	-42	-43	-14
Días de Cuentas por Cobrar	63	45	36	24	50	83	82
Días de Inventarios	49	82	22	19	33	15	9

El gráfico anterior muestra que la caja que mantiene la empresa más el flujo de fondos generado (FFO), es relativamente estable y cubre históricamente alrededor de un 30% de la deuda de la empresa a corto plazo. Los requerimientos de capital de trabajo que están naturalmente relacionados a las ventas, son volátiles y aunque en el 2010 el flujo de caja después de cubrir este requerimiento (CFO) siguió siendo positivo, representó cerca de un 50% de la deuda de corto plazo. El flujo de caja libre (FCL) luego de las inversiones y del pago de dividendos, y sumando los ingresos no operativos) permitió reducir parcialmente la deuda de corto plazo tanto en el 2010 como en el primer trimestre del 2011.

El riesgo de refinanciamiento se mitiga para CASABACA considerando que es un buen sujeto de crédito para el sistema financiero y tiene acceso al financiamiento a través del mercado de valores.

A mar-11, CASABACA mantiene niveles de liquidez superiores a sus históricos, pero es una situación coyuntural, explicada en la recuperación de caja con la venta de repuestos de otras marcas.

El comportamiento futuro de la liquidez dependerá del desempeño de las ventas, de la estructura comercial de la empresa y de sus

CORPORATIVO

estrategias de endeudamiento. Esperamos que los indicadores de liquidez se mantengan en los niveles del 2010.

- ANALISIS DE LA GARANTIA Y RESGUARDOS**

Las emisiones tienen garantía general, por tanto están garantizadas con los activos de la empresa. Los activos libres que se constituyen en garantía, de acuerdo a la regulación vigente, corresponden a los activos totales de la compañía, excluidos los activos diferidos, pignorados, y desde junio del año 2010, tampoco se considerarán los inventarios “pericibles”.

ACTIVOS	Mar-10	Activos en Garantía	Activos Libres	Activos Diferidos	Inventarios Pericibles	Activos Garantía general
Depositos en Instituciones Financieras	6,690,519.12		6,690,519.12			6,690,519.12
Inversiones Brutas	878,158.42		878,158.42			878,158.42
Cartera clientes	14,764,066.09		14,764,066.09			14,764,066.09
Otras cuentas por cobrar	1,169,889.64		1,169,889.64			1,169,889.64
Otros Activos Productivos Brutos	1,906,924.48	1,500,000.00	406,924.48		504,661.67	-97,737.19
Total Activos Productivos	25,409,557.75	1,500,000.00	23,909,557.75		504,661.67	23,404,896.08
Fondos Disponibles Improductivos						0
Cartera en Riesgo						0
Activo Fijo	12,362,931.33	6,384,240.60	5,978,690.73			5,978,690.73
Otros Activos Improductivos	9,675,779.04		9,675,779.04	171,170.26		9,504,608.78
Total Provisiones						-
Emisión en circulación						-
Total Activos Improductivos	22,038,710.37	6,384,240.60	15,654,469.77	171,170.26		15,483,299.51
Total Activos	47,448,268.12	7,884,240.60	39,564,027.52	171,170.26	504,661.67	38,888,195.59
Monto en circulación de la sexta emisión de obligaciones						1,693,072.59
Emisiones / Activos en garantía general						23

A mar-11, los activos de la empresa ascienden a USD 47.4MM, de los cuales USD 7.8M están pignorados, y USD 171M corresponden a activos diferidos. Lo que deja activos susceptibles de convertirse en garantía por USD 39.393M, con una cobertura de 23 veces para la emisión en circulación.

Bajo la metodología de Fitch, no todos los activos libres podrían hacerse efectivos pues hay USD 4.8MM en cuentas por cobrar a relacionadas y accionistas que no obedecen al giro del negocio; cuentas varias por USD 335M e inversiones en relacionadas por USD 4.7MM. De manera que sensibilizando en función de lo anterior, los activos susceptibles de convertirse en garantía general son USD 29.544M dejando una cobertura de 17 veces.

ACTIVOS	Mar-10	Activos en Garantía	Activos Libres	Activos Diferidos	Inventarios Pericibles	Activos Garantía general
Depositos en Instituciones Financieras	6,690,519.12		6,690,519.12			6,690,519.12
Inversiones Brutas	878,158.42		878,158.42			878,158.42
Cartera clientes	14,764,066.09		14,764,066.09			14,764,066.09
Otras cuentas por cobrar	1,169,889.64		1,169,889.64			1,169,889.64
Otros Activos Productivos Brutos	1,572,407.32	1,500,000.00	72,407.32		504,661.67	-432,254.35
Total Activos Productivos	25,075,040.59	1,500,000.00	23,575,040.59		504,661.67	23,070,378.92
Fondos Disponibles Improductivos						0
Cartera en Riesgo						0
Activo Fijo	12,362,931.33	6,384,240.60	5,978,690.73			5,978,690.73
Otros Activos Improductivos	161,882.99		161,882.99	171,170.26		-9,287.27
Total Provisiones						-
Emisión en circulación						-
Total Activos Improductivos	12,524,814.32	6,384,240.60	6,140,573.72	171,170.26		5,969,403.46
Total Activos	37,599,854.91	7,884,240.60	29,715,614.31	171,170.26	504,661.67	29,039,782.38
Monto en circulación de la sexta emisión de obligaciones						1,693,072.59
Emisiones / Activos en garantía general						17

Es importante señalar que la emisión de obligaciones no tiene ninguna prelación frente al resto del pasivo; de manera que aunque los activos cubren las emisiones vigentes de acuerdo a la regulación, no significa que se van a usar en primera instancia para pagarle al mercado de valores. Por lo tanto, este análisis no es relevante para determinar el riesgo de crédito de la operación.

RESGUARDOS

De acuerdo a la escritura pública de la emisión de obligaciones, la compañía ha establecido para esta emisión los resguardos de ley. Adicionalmente, CASABACA estableció:

Resguardo: Índice de endeudamiento neto máximo: 2.23: 1, Deuda / Patrimonio ajustado

Para este indicador se considerará en el numerador al pasivo total, incluido leasing y garantías solidarias otorgadas a terceros; y en el denominador al patrimonio total menos activos intangibles, activos diferidos, gastos pagados por anticipado (que no sean impuestos) y cuentas por cobrar a accionistas y relacionadas (fuera del giro del negocio).

A mar-11, el nivel de endeudamiento de la empresa es de 1.37 veces, de manera que cumple con el resguardo.

POSICIONAMIENTO DEL VALOR EN EL MERCADO, PRESENCIA BURSÁTIL, LIQUIDEZ DE LOS VALORES

La experiencia de CASABACA en el Mercado de Valores ha sido satisfactoria. Ha participado con emisiones desde 1996, honrando sus obligaciones en tiempo y forma. Como emisor ha sido acogido con facilidad; históricamente, los compradores principales de sus emisiones han sido el IESS y varias aseguradoras.

CASABACA ha colocado en el mercado 6 emisiones: la primera por 12MM de sucres. La tercera y cuarta por USD 3MM, cada una; la quinta por USD 4MM. La sexta emisión, se colocó a partir del 16 de diciembre de 2008, luego de haber sido colocada en su totalidad y de haberse cancelado tres cuotas de capital, a mar-11 quedan USD 1.7MM en circulación, incluida porción corriente.

CASABACA

	Dec-06	Dec-07	Dec-08	Dec-09	Dec-10	Mar-11
RESULTADOS						
Ventas	77,100	91,804	111,108	89,997	88,848	16,060
% crecimiento	0.0%	19.1%	21.0%	-19.0%	-20.0%	-28.6%
Costos	(63,598.69)	(78,385.00)	(91,971.00)	(75,240.00)	(71,422.34)	(13,587.75)
% crecimiento	0.0%	23.2%	17.3%	-18.2%	-22.3%	-27.8%
MARGEN BRUTO (%)	18%	15%	17%	16%	20%	15%
Otros Ingresos Operativos						
% crecimiento	0%					
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	4,415	5,647	6,346	5,967	6,850	710
MARGEN EBITDA (%)	5.7%	6.2%	5.7%	6.6%	7.7%	4.4%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	4,415	5,647	6,346	5,967	6,850	710
MARGEN EBITDAR (%)	5.7%	6.2%	5.7%	6.6%	7.7%	4.4%
Cuota leasing del período	0	0	0	0	0	0
Depreciaciones, Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los gastos operativos)	400	732	956	1,113	978	-87
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	4,014	4,915	5,390	4,854	5,873	797
MARGEN EBIT (%)	0	0	0	0	0	0
Gasto Financiero del período	-1484	-1018	-1482	-946	-1288	-240
Gasto Financiero/ Ventas + Otros Ingresos Operativos	1.9%	1.1%	1.3%	1.1%	1.4%	1.5%
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no i	0	0	0	0	0	0
Impuestos a la renta	(649.00)	(1,182.00)	(1,294.74)	(1,297.00)	(1,497.00)	-
Impuesto a la Renta Efectivo / Resultado de la Gestión Antes de Impuestos	18.3%	16.9%	28.7%	23.2%	20.5%	0.0%
Ingresos No Operativos/Resultados Antes de Impuestos y Participaciones	24.3%	39.6%	11.4%	21.9%	28.1%	7.0%
UTILIDAD NETA	2,889.28	5,814.00	3,217.38	4,046.00	5,408.66	599.69
Resultado neto de la Gestión/Ventas+ Otros Ingresos Operativos	3.7%	6.3%	2.9%	4.5%	6.1%	3.7%
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	28.5%	26.6%	14.3%	17.2%	20.7%	9.4%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	12.2%	13.4%	8.5%	10.0%	12.2%	5.7%
FLUJO DE CAJA						
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización, Provisiones)	2,910	3,290	3,548	4,821	5,505	512
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	-6,386	11,735	1,437	-8,841	327	8,036
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	-3,476	15,025	4,984	-4,020	5,832	8,548
Inversión en Activos Fijos	-490	-1,650	-1,106	-639	-1,002	-11
Otras Inversiones, Neto	0	391	0	0	-1	0
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos no	-3,966	13,766	3,878	-4,659	4,829	8,537
Variación Neta de Deuda Financiera	1,012	-11,441	-65	3,660	-1,048	-4,494
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	0	0	0	0	0	0
Pago de Dividendos	-98	-2,649	-5,232	-2,895	-2,250	0
Otros Financiamientos, Neto	189	-183	-3,366	2,467	421	-162
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Periodo	-2,863	-507	-4,785	-1,426	1,952	3,882
FLUJO DE CAJA (Ajustado FITCH)						
EBITDA OPERATIVO	4,415	5,647	6,346	5,967	6,850	710
(-) Gasto Financiero del período	-1,484	-1,018	-1,482	-946	-1,288	-240
(-) Impuesto a la renta del período	-649	-1,182	-1,295	-1,297	-1,497	0
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período (ingreso manual diferenciando de total c	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	2,281	3,447	3,570	3,724	4,065	471
(-) Variación Capital de Trabajo	-6,386	11,735	1,437	-8,841	327	8,036
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	-4,105	15,182	5,006	-5,117	4,392	8,507
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	836	831	10	1,097	1,446	42
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	-8	0	0	0	0	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-98	-2,649	-5,232	-2,895	-2,250	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-490	-1,650	-1,106	-639	-1,002	-11
(-)Otras Inversiones neto	0	391	18	0	-1	0
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-3,865	12,105	-782	-7,554	2,585	8,538
FFO MARGIN (FFO/ventas +otros ingresos operativos)(%)	2.96%	3.76%	3.21%	4.14%	4.58%	2.93%
(-) cuota leasing del período (ingreso manual - incluido en gastos administrativos)	0	0	0	0	0	0
EBITDAR OPERATIVO (EBITDA+ CUOTA LEASING DEL PERÍODO)	4,415	5,647	6,346	5,967	6,850	710
BALANCE						
CAJA Y EQUIVALENTES DE CAJA (AJUSTADOS SI ES NECESARIO)	1,930	2,597	3,146	1,719	3,678	7,559
Activos Totales	47,485	38,991	36,372	44,940	49,498	47,448
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye AJUSTES)	20,328	9,741	8,822	11,889	11,914	7,654
Pasivo financiero Largo Plazo	1,520	667	1,521	2,113	1,040	807
Financiamiento Leasing	0	0	0	0	0	0
Contingentes que deban ser considerados como deuda financiera	0	0	0	0	0	0
Otros Ajustes	0	0	0	0	0	0
Obligaciones Financieras Total (AJUSTADAS) Esta es la línea que va a los indicadores	21,848	10,407	10,342	14,002	12,954	8,460
Pasivos con Proveedores	43	114	504	602	1,462	1,831
Otros Pasivos	5,297	5,007	4,079	4,872	6,350	7,826
Pasivos Totales	27,188	15,529	14,925	19,476	20,765	18,117
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	20,297	23,462	21,447	25,464	28,732	29,331
PATRIMONIO TANGIBLE (se puede arreglar la fórmula manualmente) esta es la línea que va	2,653	7,828	9,408	13,247	18,254	17,668
Activos restados al Patrimonio para generar patrimonio tangible	17,644	15,634	12,039	12,217	10,478	11,663
Capitalización ****	42,146	33,869	31,790	39,466	41,686	37,791
Contingentes	0	0	0	0	0	0
Pasivos fuera de Balance	0	0	0	0	0	0
CORPORACIÓN GARANTÍA GENERAL						
Activos Pignorados	4,045	5,023	7,811	7,749	7,890	7,884
Activos diferidos	0	0	0	0	0	0
Inventarios perecibles	0	0	0	0	505	505
Otros activos que deban ser restados	17,387	15,296	11,706	9,308	10,185	9,849
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones	43,440	33,968	28,561	37,191	41,103	39,059
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones Ajustado	26,053	18,673	16,855	27,883	30,918	29,211
Emisión de Obligaciones en Circulación	1,520	1,747	730	3,340	1,677	1,693
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x) regulación	29	19	39	11	25	23
Límite Legal para Emitir Obligaciones	34,752	27,174	22,849	29,753	32,882	31,247
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x) ajustado	17	11	23	8	18	17

(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.

CASABACA

	Dec-06	Dec-07	Dec-08	Dec-09	Dec-10	Mar-11
INDICADORES FINANCIEROS						
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	2.97	5.55	4.28	6.31	5.32	2.97
(EBITDA - Inver.en Act. Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	2.64	3.93	3.54	5.63	4.54	2.92
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	2.97	5.55	4.28	6.31	5.32	2.97
FFO/intereses del período (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera	2.54	4.39	3.41	4.94	4.16	2.97
CFO/intereses del período (CFO INTEREST COVER)	-1.77	15.91	4.38	-4.41	4.41	36.50
FFO/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	2.54	4.39	3.41	4.94	4.16	2.97
CFO/cargos fijos	-1.77	15.91	4.38	-4.41	4.41	36.50
APALANCAMIENTO						
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	4.95	1.84	1.63	2.35	1.89	2.98
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	4.51	1.38	1.13	2.06	1.35	0.32
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ FFO (x)	9.58	3.02	2.90	3.76	3.19	4.49
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	52%	31%	33%	35%	31%	22%
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	15.91%	15.38%	16.17%	12.48%	7.44%	12.95%
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Pasivo Total (x)	0.80	0.67	0.69	0.72	0.62	0.47
Pasivo Total NO AJUSTADO/ Patrimonio Tangible (x)	10.25	1.98	1.59	1.47	1.14	1.03
Pasivo Total AJUSTADO/Patrimonio Tangible (X)	10.25	1.98	1.59	1.47	1.14	1.03
Deuda Financiera AJUSTADA/Patrimonio Tangible (X)	8.23	1.33	1.10	1.06	0.71	0.48
porcentaje dividendo pagado en el período/ut del año anterior	4.47%	91.69%	89.99%	89.98%	55.61%	0.01%
deuda ajustada y patrimonio tangible deben venir solamente del resumen para evitar errores	-	-	-	-	-	-
LIQUIDEZ						
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (Ajustada)	0.93	0.94	0.85	0.85	0.92	0.90
FFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.11	0.35	0.40	0.31	0.34	0.25
FFO/Porción Corriente LP (x) Anual	0.77	0.92	0.82	0.68	1.12	2.15
CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.21	0.62	0.76	0.46	0.65	1.23
CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0.16	1.64	0.57	-0.34	0.49	4.47
CFO/Porción Corriente LP (x) Anual	-1.39	4.06	1.15	-0.93	1.21	38.75
CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0.10	1.51	0.27	-0.49	0.53	5.45
CASH+ Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual		4.82	0.91	-2.11	3.38	93.62
OTROS INDICES						
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	4,253	4,970	6,366	8,070	9,384	9,843
Liquidez Acida (x)	0.60	1.04	1.12	1.12	1.39	1.56
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales)/ Pasivo Corriente (x)	0.45	0.88	0.86	0.90	1.34	1.42
Activo corriente / Pasivo Total (x)	1.06	1.19	1.22	1.22	1.32	1.40
Patrimonio / Activo Total (x)	0.43	0.60	0.59	0.57	0.58	0.62
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	8	9	15	7	4	4
Días de cuentas por cobrar	45	38	24	50	83	82
Rotación de inventarios (x)	4	17	19	11	25	41
Días de inventarios	82	21	19	33	15	9
Rotación de cuentas por pagar (x)	203	186	182	125	49	30
Días de cuentas por pagar	2	2	2	3	7	12
Rotación Capital de Trabajo	15	16	14	9	8	6
Días de Capital de Trabajo	24	23	25	39	47	65
Días de Ciclo de Operación	-101	-34	-16	-42	-43	-14
Activo corriente / Pasivo corriente	1.17	1.37	1.53	1.51	1.52	1.63
Vencimientos Deuda Financiera						
Año	Dec-06	Dec-07	Dec-08	Dec-09	Dec-10	Mar-11
Vencimientos Emisión Obligaciones	2,249	2,273	1,787	1,227	1,677	1,693
Vencimientos Otra deuda Financiera	25,466	9,855	9,326	10,662	10,237	5,961
Total	27,715	12,128	11,113	11,889	11,914	7,654

(x) Índice expresado en número de veces

CORPORATIVO

Ecuador

Entorno Macroeconómico

Las perspectivas de corto plazo siguen siendo positivas y se esperaría estabilidad en el entorno macroeconómico. A mediano plazo surgen preocupaciones más bien en relación a temas ideológicos y políticos que pudieran desestabilizar la economía.

Al respecto vale la pena mencionar la reciente aparición de la Unidad de Intercambio Solidario (UDIS) como instrumento financiero en algunas comunidades del sur del País. Es incierto el propósito del Gobierno al avalar una moneda sin respaldo que supuestamente tiene el mismo valor que el USD. Unos días después de su aparición, la Superintendencia de Compañías prohibió el uso de otras monedas que no sea el USD.

COMPORTAMIENTO HISTÓRICO

	2006	2007	2008	2009	2010
PIB (USD Mill 2000)	21,962	22,410	24,032	24,119	24,983
Inc. PIB (Mill.2000)%	4.75	2.04	7.24	0.36	3.6
Inc.oferta y demanda global%		3.9	8.1	-3.6	7.4
Inflación Anual %	2.87	3.32	8.83	4.31	3.33
Deuda del Gobierno/PIB%	32.3	30.2	25.2	19.2	15.3
Cuenta Corriente/PIB %	3.9	3.6	2.0	-0.6	prov3.71
Presupuesto General del Estado/PIB%	-0.2	-0.1	-1.1	-4.8	-1.50
Precio del Petróleo/ barril USD (ref)	65.4	72.7	97.7	64.0	84.5

El 4to trimestre del 2010 mostró un crecimiento anual del PIB muy importante del 7%. Se expanden todas las actividades sin excepción. El crecimiento del PIB en el año 2010 terminó en 3.60%, cercano a las estimaciones del Gobierno. Solamente la agricultura y la ganadería cerraron el 2010 con pequeños decrecimientos. La refinación de petróleo cayó de manera importante por el cierre de la refinería de Esmeraldas. Debe destacarse el crecimiento del PIB en las siguientes actividades económicas especialmente en relación al 2009:

sectores	2009	2010
Intermediación Financiera	1.70%	17.30%
Industria Manufacturera	-1.50%	6.70%
Comercio	-2.30%	6.30%
Construcción	5.40%	6.70%

Si al PIB añadimos el comportamiento del comercio exterior, vemos que el crecimiento económico del País, es decir de su oferta y demanda global fue del 7.4% en el 2010, mientras que en el 2009, se reduce en 3.6%. Debemos destacar el extraordinario crecimiento de las importaciones y el modesto aumento de las exportaciones:

Comercio Exterior	2009	2010
Importaciones	-11.60%	16.30%
Exportaciones	-5.90%	2.30%

El consumo de los hogares se ha recuperado a partir del segundo trimestre del 2010 y es lo que fomenta el gran incremento de las importaciones. El consumo de los hogares en el 2010, crece en 7.7%, más que en el 2008 (6.9%). En parte, este comportamiento compensa el decrecimiento en el 2009, cuando los hogares consumieron un 0.7% menos que el año anterior.

Durante el 2010 se observa que la formación de capital fijo se eleva en 10.2% cuando en el 2009 se contrae en 4.3%. La expansión del 2010 no iguala la tasa del 2008 que fue del 16.1%, y se fundamenta en el enorme crecimiento de la inversión pública.

PERSPECTIVAS 2011

Proyecciones de Crecimiento	BCE	*FITC	CEPAL	OTROS
2011	>5.06%	2.80%	3.50%	3.60%

* Estimaciones FITC realizadas en Nov-2010

INFLACIÓN ANUAL	marzo de 2011
IPC	3.57%

Para el 2011, el gobierno prevé una expansión del sector no petrolero en 5.6% y del petrolero en 1.6%, lo que se resume en un incremento del PIB total de 5.06%. Esta proyección se fundamenta en la inversión pública (empresas mineras principalmente) y en el gasto corriente del gobierno, lo cual alimenta el consumo de los hogares.

Dado que la expansión esperada no provendría del incremento de la producción privada, podría generarse un proceso inflacionario como resultado de la insuficiencia de importaciones, limitadas por la imposición de restricciones, y de la mayor demanda de servicios.

Lamentablemente, el entorno para la inversión privada es aún incierto y desfavorable, lo que impide aprovechar localmente el incremento de la demanda y la disponibilidad de crédito.

Preocupa principalmente la dirección que tomarán las decisiones de los juzgados en cuanto a las demandas por las prácticas de

CORPORATIVO

tercerización laboral, lo cual constituye una amenaza para el sector real de la economía.

Constituye también un límite para las inversiones la situación diplomática con nuestro mayor socio comercial y una amenaza para nuestras exportaciones la culminación de la firma del TLC entre USA y Colombia.

De lo dicho se desprende que la proyección del Gobierno para el crecimiento del PIB pudiera resultar optimista a menos que se retome la inversión en el sector privado. Esto a pesar de que se estima que el consumo de los hogares crecerá en la misma proporción que en el 2010, pero que se considera será satisfecho por productos importados. Parte de la expansión en el 2010, tanto de la construcción como de las manufacturas obedeció a una compensación del comportamiento negativo del 2009, por lo que

pudiera esperarse que el crecimiento de estos segmentos en el 2011 se desacelere.

Se espera que en el 2011, el crecimiento de la economía se de en el mercado local. Las exportaciones mantendrán un crecimiento lento y las importaciones seguirán expandiéndose mientras lo permitan el precio del petróleo (precio actual por barril del crudo ecuatoriano sobre los USD100,00) y los desembolsos de los créditos externos.

Fuentes: BCE y Ecuador Analysis
Superintendencia de Bancos y Seguros
FitchRatings-Rating Report Ecuador

Elaboración: BWR