



Ecuador
Emisión Obligaciones

CASABACA S.A.

Calificación – Sexto Seguimiento

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

Resumen Financiero

(Miles USD)	2007	2008	2009	2010	ago-11
Activos	38.991	36.372	44.940	49.498	41.166
Patrimonio	23.462	21.447	25.514	28.732	29.339
Resultados	5.814	3.217	4.046	5.409	2.585
ROE (%)*	26,57	14,33	17,23	19,96	13,35
ROA (%)*	13,45	8,54	9,95	11,45	8,55

* 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. 1.364.779
Plazo:	1.080 días.
Tasa de interés:	Libor de 3 meses más 5 puntos, reajutable.
Clases:	B
Series:	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:	BankWatch Ratings S.A.
Agente Pagador:	Produbanco
Agente Colocador:	Produvalores
Representante de los obligacionistas:	Per Procurationem Per Pro Representaciones S.A.

ACTIVIDAD DEL EMISOR

Distribuye vehículos y repuestos TOYOTA e incorpora una línea de repuestos de otras marcas y otra de servicio técnico automotriz.

Contactos

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

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

FECHA COMITE: Octubre 31 de 2011

ESTADOS FINANCIEROS A: Agosto de 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 bajo normas NIIF, no auditados, con corte al 31 de agosto 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.

La decisión del Comité reconoce la calidad de la administración, su capacidad de gestión y la posición de la marca TOYOTA en el mercado. CASABACA es una empresa experimentada, que a lo largo de los años ha mostrado flexibilidad para afrontar cambios de mercado. En los últimos períodos, incluidos los tres primeros trimestres del 2011, el mercado automotor ha tenido un ciclo creciente, coyuntura que la empresa ha aprovechado, pese a tener problemas de abastecimiento de fábrica y a que el entorno local ha privilegiado la venta de vehículos en segmentos menos costosos, nicho en el cual Toyota no compete en el país.

La empresa ha venido generando consistentemente flujos positivos y adecuados para sus requerimientos del negocio, pues dada la estructura comercial imperante desde 2010, sus necesidades de fondeo se redujeron al ser cubiertas por otros actores de la cadena comercial. Sin embargo, el pago de dividendos continúa presionando los flujos de la compañía. Similar comportamiento se observa hasta ago-11, donde adicionalmente, el menor crecimiento del negocio generó liquidez y bajo endeudamiento para la compañía.

CASABACA espera concluir su proceso de fusión con Toyocomercial y Skioda hacia fines de año, regresando a una estructura comercial similar a la del 2008; éste nuevo cambio en la estructura comercial de la compañía vuelve a transparentar el negocio al unificar la cadena; por ello, en proyecciones y pese a



que el volumen de negocios crece, el margen bruto y el margen operativo se presionan, frente a los niveles del año 2010. Sin embargo, en las proyecciones presentadas y analizadas, no se observan cambios importantes en el riesgo económico de CASABACA tras la fusión.

Se esperaría que a futuro, las ventas fusionadas se reduzcan tanto en volúmenes como en dólares. Los volúmenes se verían afectados principalmente por limitaciones en la oferta relacionadas a los cupos establecidos a las importaciones. . Adicionalmente las ventas en dólares se verán afectadas por el cambio forzado que los nuevos aranceles e impuestos ejercerán en la mezcla de ventas hacia vehículos de menores precios; adicionalmente la apreciación del yen seguirá ajustando los costos que en un mercado competitivo será difícil de trasladar al precio. Se esperaría que los márgenes se contraigan.

La preferencia de los consumidores hacia vehículos de menores precios afectó la participación de la marca TOYOTA en el mercado automotor Ecuatoriano. El sistema de cupos podría favorecerle para recuperar mercado, en vista del mayor efecto que este sistema tiene en otras marcas.

Tras la fusión y pese a que espera generar niveles de EBITDA más apretados que los actuales, la empresa mantendrá su capacidad de pago; el peso de la deuda financiera en relación a su generación y al patrimonio tangible se incrementaría hacia los niveles del 2009, en función de sus expectativas de ventas, inversiones en CAPEX y políticas de endeudamiento.

Se esperaría que los niveles de liquidez de la empresa se mantengan dentro de los rangos históricos y que se requiera de un refinanciamiento parcial de la deuda de corto plazo. El riesgo de refinanciamiento está mitigado por las alternativas de financiamiento a las que tiene alcance y por el soporte de los accionistas.

▪ HECHOS RELEVANTES

Del mercado:

- Cupos para la importación de vehículos que reduce en 20% la importación del año anterior.
- Cupos para la importación de CKD's que reduce en 5% la importación del año anterior.
- Nuevos aranceles para los CKD's que irían entre el 5% y el 18% dependiendo de si es camioneta o automóvil y del cilindraje.
- Nuevo régimen de licencias de importación que demora el proceso.
- Incremento del precio de los vehículos y CKD's desde las fuentes de producción por la revalorización del yen japonés, del bath tailandés y del won coreano y por la depreciación del USD.
- Nuevo proyecto de ley para grabar con impuestos "verdes" tanto al cilindraje, como a la edad de los vehículos.

De la empresa:

- Casabaca Holding compra Granadyan a CASABACA en sep-11, el proceso se llevó con un cruce de cuentas contra los dividendos.
- CASABACA pasó a control de Casabaca Holding hacia la última etapa del tercer trimestre del 2011.
- Adicionalmente, hacia finales de sep-11, CASABACA tiene previsto concluir el proceso de fusión con Toyocomercial y Skioda, consolidando bajo su marca el negocio automotriz.

▪ ENTORNO MACROECONÓMICO

Ver Anexo 2

▪ RIESGO DE LA INDUSTRIA

Los riesgos más importantes que amenazan el sector automotor son:

- Inestabilidad económica y restricciones de liquidez en el entorno macroeconómico y en el sistema financiero.
- Intervención del gobierno a través de cupos, tasas impositivas y/o aranceles.
- Competencia alta entre marcas.
- El año 2010 fue un año récord en ventas de vehículos en Ecuador con 135.000 unidades; para 2011 las perspectivas indican reducción de unidades vendidas en alrededor de 7.5% a unas 125.000 unidades, luego de las restricciones establecidas para la oferta. Hasta agosto 2011 se han vendido 96.000; se esperaría que durante los últimos 4 meses del año se vendan alrededor de 29.000 vehículos.
- Por el lado de la demanda, el impulso de compra persiste, una vez que se ajusten los precios se podrá apreciar el efecto de las nuevas medidas en la industria. El mercado automotor es estacionario, y los mayores niveles de ventas se dan en el cuarto trimestre de cada año en circunstancias normales.

Para mayor información favor referirse a los anexos 1 y 2 adjuntos.

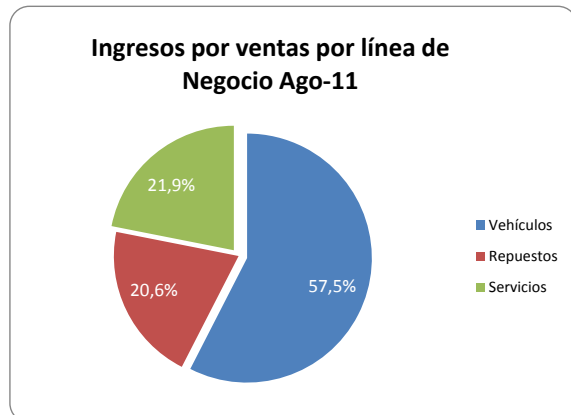
▪ PERFIL DE LA COMPAÑÍA

CASABACA es una empresa madura, que opera en el mercado local desde 1.959, a lo largo de su vida ha sido representante y distribuidor de las marcas Chrysler, Plymouth y camiones Fargo y Skoda; y Toyota.

A ago-11, tiene tres líneas de negocios, de entre las cuales, la de vehículos continúa siendo la más importante, pero con una

CORPORATIVO

participación decreciente frente al empuje de los nuevos negocios. En la actualidad las líneas de vehículos, repuestos y servicios son exclusivos de marca TOYOTA.



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

CASABACA en años precedentes actuó como cabeza de grupo y sus flujos apoyaron el desarrollo de negocios de la familia, 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. A ago-11, deuda por cobrar a relacionadas y accionistas suma 3.9 millones, y representa el 9.7% de los activos totales de CASABACA.

A ago-11, CASABACA mantiene acciones en compañías relacionadas y no relacionadas con su giro de negocio. En su balance, 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	PARTICIPACION
TOYOCOMERCIAL	VENTA AL PUBLICO VEHICULOS TOYOTA	67%
GANADYAN	DUEÑA YANAHURCO	78%
SKIODA	VENTA AL PUBLICO VEHICULOS TOYOTA EXONERADOS	100%
OTRAS		< 1%

En el cuarto trimestre de 2011, Toyocomercial y Skioda se fusionarán con CASABACA (finales de septiembre de 2011), el proceso está en trámite desde julio del presente año. Ganadyan es dueña de un terreno que no genera ningún retorno a CASABACA, y va a ser comprada por Casabaca Holding en el mes de septiembre.

A ago-11, el capital social de CASABACA suma USD 17.1MM, a partir del 1 de enero de 2010 está en manos de personas naturales. 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 no inferiores al 90% de los resultados del año anterior. En 2010, se repartió en 55.6% y a ago-11 el 18.5%; sin embargo, de acuerdo a lo aprobado por la Junta de Accionistas, para dic-11 se habrán repartido el 118% de las utilidades de 2010 (incluyendo reservas de años anteriores).

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.

CORPORATIVO

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.

En el mercado automotor ecuatoriano, a ago-11, CASABACA representa el 2% de las unidades vendidas¹. La marca Toyota a ago-11 es la sexta en importancia en el país, con el 4.3% del mercado.

En los últimos años, decisiones gubernamentales han afectado el desempeño del mercado automotor, ha habido aranceles y cupos de importación, en varios niveles. Ello llevó primero a que localmente se privilegie las ventas de vehículos de precios de hasta USD 20M, y luego a que por cupos de ingresos, las marcas más grandes sean las menos afectadas. Todo ello, ha presionado la participación de la marca Toyota en el país, 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 y la apreciación del yen.

Frente al entorno de mercado, CASABACA ha definido una estrategia comercial de profundizar el mercado de camionetas que tiene una buena demanda en el mercado. Priorizará también el negocio de servicios y repuestos.

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 concesionarios de Quito. Toyocomercial² 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%).

• PERFIL 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 agosto 2011.

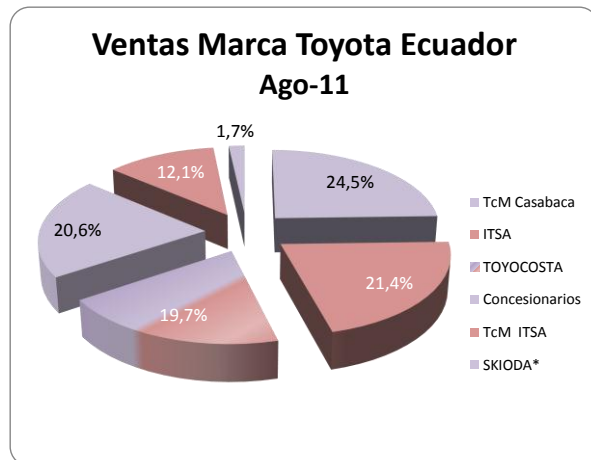
	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	ago-11
Retorno sobre Activo Promedio	13,45%	8,54%	9,95%	11,45%	8,55%

* Anualizados para periodos intermedios.

• GESTION OPERATIVA

CASABACA es una empresa con amplia experiencia en el mercado local, que en los últimos años ha mantenido un desempeño positivo, con resultados originados en su negocio principal. Si bien el mercado automotor ecuatoriano ha mantenido tasas de crecimiento positivas, la intervención del Estado ha favorecido el desempeño de las marcas más generalistas; adicionalmente, restricciones por el lado de la oferta han presionado las ventas de la marca Toyota en Ecuador.

Por ello, y pese a la coyuntura creciente del mercado, CASABACA en los últimos años ha afrontado condiciones desfavorables; frente a ellas la empresa ha mostrado flexibilidad. Como se dijo antes, la gestión operativa de la empresa continúa siendo positiva; con una utilidad bruta, que a ago-11 representa el 38% de la de dic-10. Dicho resultado es de buena calidad, y proviene fundamentalmente del negocio principal (vehículos).



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

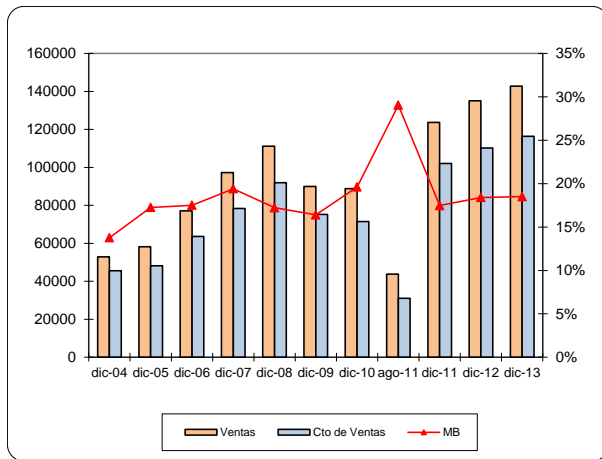
En Ecuador, los concesionarios autorizados de la marca Toyota son: CASABACA, Importadora Tomebamba (ITSA), Toyocosta y Toyocomercial; empresas, que pertenecen a dos grupos familiares, que se han repartido el mercado ecuatoriano. A nivel nacional,

¹ Participación de mercado de Casabaca:

2007	3,84%
2008	3,93%
2009	2,96%
2010	2,88%
ago-11	1,96%

² Desde 2004 se consolidó una alianza entre CASABACA e ITSA, constituyendo el concesionario Toyocomercial; bajo el nombre comercial de CASABACA.

CORPORATIVO



A ago-11, el margen bruto del período representa el 29% de los ingresos por ventas, la mejoría del margen obedece al aumento de las comisiones en usados y a la facturación entre CASABACA y Toyocomercial, éste último rubro, desaparecería tras la fusión; por ello el margen bruto hacia finales de año retornaría a niveles similares a los históricos (alrededor del 17%).

Actualmente, la empresa se encuentra en proceso de fusión con Toyocomercial y Skioda, por ello, las cifras proyectadas a partir de dic-11 incluyen la sumatoria total. Frente a dic-10, el ingreso por ventas anual crecería alrededor del 39%, y se explica por el proceso de fusión. Las cifras de CASABACA sola -previo a la fusión- muestran una caída en ventas estimada del 26% para el año en curso.

Hasta el año 2008, las ventas de Toyocomercial pasaron por el balance de CASABACA, de manera que respecto de aquellas cifras, a dic-11 habría un crecimiento del 11%; considerando el efecto de Skioda que históricamente coloca el 1% de unidades Toyota. El desempeño del ingreso por ventas refleja, que el nivel de ventas de la marca se ha mantenido por debajo del promedio del mercado automotor local.

Hasta ago-11, Casabaca tiene participación accionaria en Toyocomercial, le cobra por comisiones, servicios administrativos, gestión y arriendos; que se registran como ingresos operativos. Adicionalmente, como parte del ingreso por ventas, recibía un pago del 7% sobre las ventas de Toyocomercial. Con la fusión, éstos ingresos desaparecen y a partir de dic-11, el margen bruto consolidado vuelve a niveles similares a los históricos.

A ago-11, CASABACA registró ingresos por ventas y servicios por USD 43.8MM. La contribución de la línea 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.

Ingresos netos por línea de negocio (%)	2008	2009	dic-10	ago-11
Vehículos	76,8%	68,5%	58%	49%
Repuestos	15,4%	19,9%	25%	18%
Servicio	2,8%	5,1%	6%	19%
Otros	4,90%	6,5%	11%	15%

El desempeño de las ventas en 2011 se explica tanto por el volumen en unidades, como por el precio promedio, ambas variables se apretaron respecto del año anterior. En 2011, la composición de ventas de vehículos varió (se redujo la demanda de híbridos de alta gama y se potenció la colocación de camionetas de trabajo), ello dio lugar a una reducción del precio promedio.

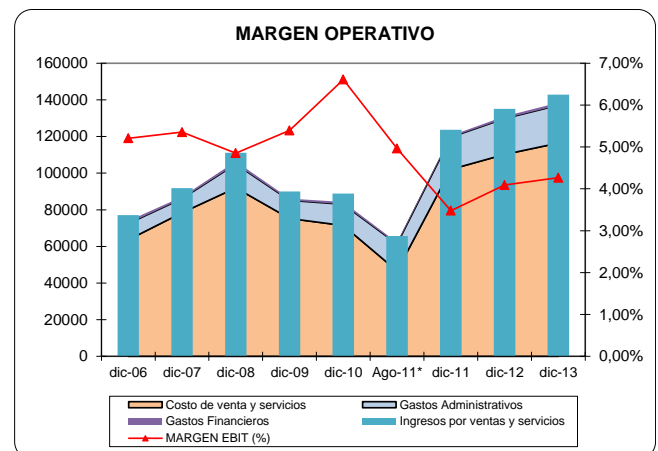
	2007	2008	dic-09	dic-10	ago-11
Unidades	3.528	4.434	2.742	3.762	1.846
Precio promedio	16900	19248	23955,12	29958	24041

Bajo metodología NIIF, la participación de trabajadores y el impuesto a la renta se contabilizan, en CASABACA, como gastos administrativos. Cabe destacar que a ago-11, dichos gastos aún no han sido registrados, de manera que el resultado bruto de momento está sobreestimado.

En 2010, el peso del gasto administrativo respecto del ingreso operativo llegó al 13%, mientras que a ago-11 dicha relación subió al 22.28%, situación que se explica por los menores niveles de ventas y por el gasto asociado al manejo de la línea de usados, que despegó durante 2011.

De acuerdo a las proyecciones, tras la fusión, el peso del gasto de administración se mantendría en niveles de alrededor del 14%, reflejando que la empresa maneja una estructura operativa adecuada. Aunque respecto de sus históricos, los niveles de eficiencia de la nueva CASABACA a partir de 2011 serían menores.

Tras la fusión, el mayor peso del gasto operativo y fundamentalmente la menor contribución de ingresos no operativos, presionan el margen operativo; pese a que el volumen de negocios de la nueva empresa sería mayor.

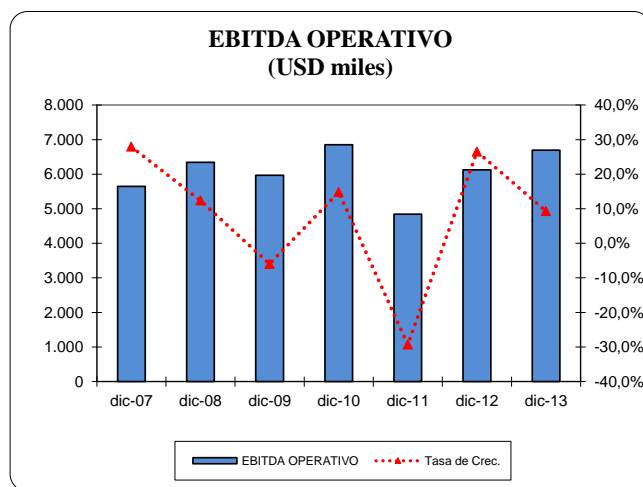


CORPORATIVO

* Cifras Anualizadas.

A futuro, se espera una contracción en el número de unidades, como resultado de las nuevas restricciones introducidas por el gobierno en el mercado; adicionalmente, la empresa espera una nueva mezcla de productos, con énfasis en camionetas de trabajo y autos híbridos de baja gama. En unidades, CASABACA proyecta a partir de 2012 nuevos crecimientos de alrededor del 5% anual.

Dentro de la estructura del gasto operativo, las remuneraciones (48.8%) y los servicios de terceros (15.6%), son los más importantes. Cabe destacar que las remuneraciones del personal de ventas tienen componentes variables importantes (comisiones), lo que constituye una fortaleza a la hora de adaptarse a condiciones de mercado variables.



CASABACA es una empresa de amplia trayectoria en el mercado local, que a lo largo de los años ha logrado adaptarse a las cambiantes condiciones de mercado, generando flujos positivos y adecuados para sus necesidades. 2010 fue un año bueno para la empresa, puesto que los niveles de ventas propias y pagos proporcionales respecto de las ventas de Toyocomercial le representaron niveles de generación operativa excepcionales.

Para 2011, la generación propia de CASABACA es buena, a ago-11 representa el 50.52% de la de dic-10, sin embargo, el gasto administrativo está subestimado, pues si recogiera ya los gastos de participación de empleados e impuesto a la renta, se reduciría al 39% del de 2010. Sin embargo, tras la fusión, la generación operativa se aprieta, debido al menor volumen de negocios y al menor margen de precios, efecto que en el caso de CASABACA sola se compensaba con los pagos de Toyocomercial.

El EBITDA operativo refleja el comportamiento volátil de los flujos de la empresa, comportamiento que se origina en el mercado (tanto por restricciones de oferta, como por controles, impuestos, aranceles y el sistema de cupos), los cambios en la política de comercialización del grupo y las variaciones

accionariales o estructurales de la compañía; así como por los requerimientos de sus relacionadas comerciales. De acuerdo a las previsiones, con la fusión, se transparenta la generación del negocio y se esperaría se establecieran los indicadores operativos de la empresa.

BWR considera que CASABACA maneja un negocio rentable, si bien sus niveles de generación podrían apretarse a futuro, como resultado de las presiones del mercado; lo harían a niveles que continúan siendo atractivos tanto para los accionistas, como para potenciales inversionistas. A ago-11 la generación de flujos es adecuada, con niveles de apalancamiento menores a sus históricos. Tras la fusión, la generación operativa se va a presionar, y los indicadores de endeudamiento crecerían; pues tras la salida de dividendos del patrimonio, el activo requiere fuentes alternativas de financiamiento.

• ESTRUCTURA DEL BALANCE

ACTIVOS

CASABACA a ago-11 mantiene activos por USD 41.2MM, donde el 49% corresponde a activos corrientes y el 9.9% a activos líquidos. En concordancia con la naturaleza del negocio, la principal cuenta del activo atañe a cuentas por cobrar comerciales, que suman USD 13.7MM (33.4% del activo total), de los cuales el 6.5% son con relacionadas.

El segundo rubro en importancia, corresponde al activo fijo que constituye el 30% del balance. Hace parte del activo no corriente y está conformado principalmente por la Propiedad (oficinas, almacenes, terrenos y bodegas), a ago-11 asciende a USD 12.3 MM.

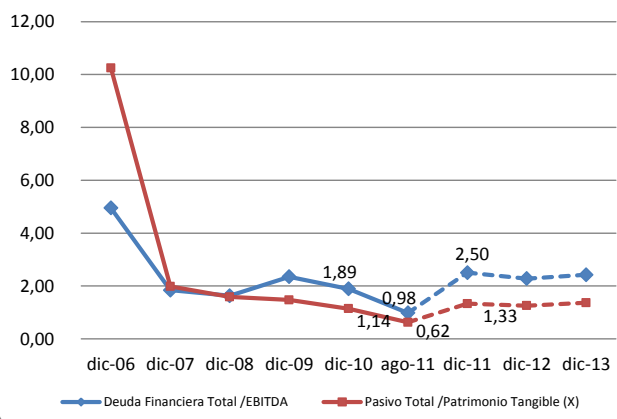
Adicionalmente son importantes el resto de cuentas por cobrar a relacionadas; pues muestran una alta concentración por destinatario: el 0.2% del activo proviene de otras cuentas por cobrar a relacionadas, el 10.9% de inversiones en vinculadas y el 9.7% de cuentas por cobrar de largo plazo a relacionadas.

CASABACA financia su negocio a través de patrimonio y de la contratación de pasivos. Históricamente, la empresa ha mantenido niveles elevados de apalancamiento.

ENDEUDAMIENTO

CORPORATIVO

Endeudamiento



A ago-11, CASABACA muestra niveles de apalancamiento inferiores a 1, situación que se explica porque durante el año en curso, los requerimientos del negocio se redujeron como resultado de las presiones del mercado. Adicionalmente, desde el año 2010 y hasta ago-11, los niveles de endeudamiento reflejaron también el cambio en la estructura comercial; pues se financiaba el 67% del inventario de Toyocomercial, a través de una cuenta comercial de corto plazo (55 días) sin intereses.

Tras la fusión, la nueva empresa debe financiar la cartera y los inventarios (consolidados), de manera que sus requerimientos de capital de trabajo son mayores. En el futuro, potenciales crecimientos –proyectados– están cubiertos por la generación del negocio; sin embargo, el pago de dividendos y las inversiones en CAPEX demandarían financiamiento adicional.

En la escritura de emisión de obligaciones se estableció un resguardo sobre este indicador de 2.23 veces. De acuerdo a las proyecciones, tras la fusión, la empresa incumpliría el resguardo de endeudamiento contra patrimonio tangible, sin embargo, esto no afecta su capacidad para cumplir con el pago remanente de la emisión de obligaciones.

Hacia finales de 2011, la empresa tendrá mayores requerimientos de financiamiento. A ago-11, el pasivo de CASABACA financia el 29% del activo; el principal pasivo de la empresa proviene del financiamiento con costo.

FINANCIAMIENTO CON COSTO	2007	%	2008	%	2009	%	dic10	%	ago-11	%
Instituciones Financieras	6,387	61.4%	7,825	75.7%	8,805	62.7%	9,841	76.0%	1,731	44.0%
Mercado de Valores	1,747	16.8%	730	7.1%	3,773	26.9%	1,677	12.9%	1,365	34.7%
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%	838	21.3%
Total	10,407	100%	10,342	100%	14,040	100%	12,954	100%	3,934	100%

El pasivo financiero representa el 33.3% del pasivo total de ago-11. El financiamiento con costo de CASABACA proviene esencialmente de entidades financieras y del mercado de valores, a ago-11 la empresa dispone de fondeo de IFT's de largo plazo.

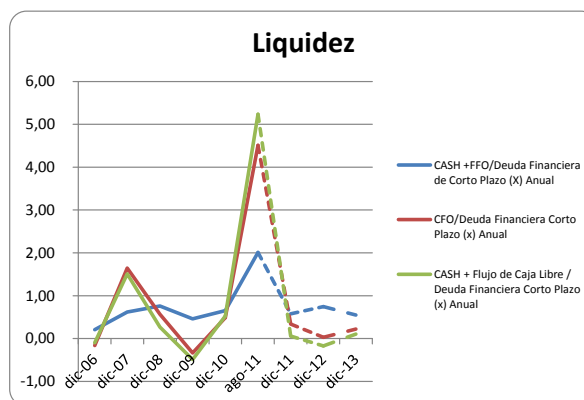
FINANCIAMIENTO CON COSTO	2007	%	2008	%	2009	%	dic-10	%	ago-11	%
CP	9,741	93.6%	8,822	85.3%	11,927	85.0%	11,914	92.0%	3,167	80.5%
LP	667	6.4%	1,521	14.7%	2,113	15.0%	1,040	8.0%	767	19.5%
Total	10,407	100%	10,342	100%	14,040	100%	12,954	100%	3,934	100%

En relación a la generación (EBITDA) los indicadores de endeudamiento reflejan que el negocio genera suficientes flujos para cubrir los requerimientos operativos de la empresa. Su desempeño futuro depende de las políticas de inversión y de reparto de dividendos.

Los niveles históricos de capitalización de la empresa muestran un manejo conservador de los niveles de 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



	2007	2008	2009	2010	Ago.11
Capital de Trabajo	\$ 4,97	\$ 6,37	\$ 8,35	\$ 9,39	\$ 11,08
Activo Corriente/Pasivo Total	1,19	1,22	1,22	1,32	1,72
Liquidez ácida	1,04	1,12	1,11	1,39	2,13
Días de Ciclo de Operación	-33	-16	-42	-43	10
Días de Cuentas por Cobrar	36	24	50	83	76
Días de Inventarios	22	19	33	15	7

A ago-11, CASABACA mantiene elevados niveles de caja, explicados por el lento crecimiento del negocio durante el año. Ello le permite mantener niveles de liquidez suficientes para cubrir de momento, la deuda financiera de corto plazo. El gráfico precedente muestra que la caja de la empresa más el flujo de fondos generado (FFO), son históricamente estables y han cubierto en el tiempo alrededor del 50% de la deuda de corto plazo.

El CFO, que incorpora los requerimientos de capital de trabajo (en función de las ventas), es un indicador más volátil; que a ago-11 es holgado, pero que para diciembre ya retornaría a cubrir alrededor del 30% de la deuda de corto plazo. El pago de

CORPORATIVO



dividendos e inversiones en CAPEX, a futuro presionarán la generación de caja de la empresa y requerirán de financiamiento nuevo.

A ago-11, el flujo de caja libre sumado al efectivo cubre 5 veces la deuda de corto plazo, pero tras la fusión, con el pago de dividendos; al igual que el resto de indicadores de liquidez se अपretaría significativamente.

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.

El comportamiento futuro de la liquidez dependerá del desempeño de las ventas, de la estructura comercial de la empresa y de sus estrategias de endeudamiento. Tras la fusión, sería deseable se mantengan los indicadores de liquidez en los niveles del 2008, cuando el negocio de Toyocomercial pasaba por el balance de CASABACA.

• 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 “perecibles”.

ACTIVOS	ago-11	Activos en Garantía	Activos Libres	Activos Diferidos	Activos Garantía general
Depositos en instituciones					
Financieras	3.205,94		3.205,94		3.205,94
Inversiones Brutas	849,87		849,87		849,87
Cartera clientes	13.745,53		13.745,53		13.745,53
Otras cuentas por cobrar	1.794,73		1.794,73		1.794,73
Otros Activos Productivos					
Brutos	700,86	-	700,86		700,86
Total Activos Productivos	20.296,93	-	20.296,93	-	20.296,93
Fondos Disponibles					
Improductivos	-		-		0
Cartera en Riesgo	-		-		0
Activo Fijo	12.312,59	8.139,91	4.172,67		4.172,67
Otros Activos Improductivos	8.556,14		8.556,14		8.556,14
Emision en circulacion					
Total Activos Improductivos	20.868,73	8.139,91	12.728,81	-	12.728,81
Total Activos	41.165,65	8.139,91	33.025,74	-	33.025,74
Monto en circulación de la sexta emisión de obligaciones					1.364,78
Emisiones / Activos en garantía general					24

A ago-11, los activos de la empresa ascienden a USD 41.2MM, de los cuales USD 8.1MM están pignorados, lo que deja activos susceptibles de convertirse en garantía por USD 33MM, con una cobertura de 24 veces para la emisión en circulación.

Bajo la metodología de Fitch, no todos los activos libres podrían hacerse efectivos pues hay USD 3.9MM en cuentas por cobrar a relacionadas y accionistas que no obedecen al giro del negocio, inversiones en relacionadas por USD 4.5MM y cuentas varias por USD 912M. De manera que sensibilizando en función de lo anterior, los activos susceptibles de convertirse en garantía general son USD 26.421M dejando una cobertura de 17 veces.

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 ago-11, el nivel de endeudamiento de la empresa es de 0.62 veces, de manera que cumple con el resguardo.

POSICIONAMIENTO DEL VALOR EN EL MERCADO, PRESENCIA BURSATIL, 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 sures. 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 ago-11 quedan USD 1.365M en circulación, incluida porción corriente.



CASABACA

	dic-06	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	ago-11
RESULTADOS						
Ventas	77.100	91.804	111.108	89.997	88.848	43.819
% crecimiento	0,0%	19,1%	21,0%	-19,0%	-1,3%	-26,0%
Costos	(63.998,69)	(78.385,00)	(91.971,00)	(75.240,00)	(71.422,34)	(31.090,38)
% crecimiento	0,0%	23,2%	17,3%	-18,2%	-5,1%	-34,7%
MARGEN BRUTO (%)	18%	15%	17%	16%	20%	29%
Otros Ingresos Operativos						
% crecimiento	0%					
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	4.415	5.647	6.346	5.967	6.850	2.674
MARGEN EBITDA (%)	5,7%	6,2%	5,7%	6,6%	7,7%	6,1%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	4.415	5.647	6.346	5.967	6.850	2.674
MARGEN EBITDAR (%)	5,7%	6,2%	5,7%	6,6%	7,7%	6,1%
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	121
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	4.014	4.915	5.390	4.854	5.873	2.553
MARGEN EBIT (%)	0	0	0	0	0	0
Gasto Financiero del período	-1.484	-1.018	-946	-1.482	-1.288	-574
Gasto Financiero/ Ventas + Otros Ingresos Operativos	1,9%	1,1%	1,3%	1,1%	1,4%	1,3%
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)	(562,98)
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%	25,8%	32,6%	7,4%
UTILIDAD NETA	2.889,28	5.814,00	3.217,38	4.046,00	5.408,66	2.584,72
Resultado neto de la Gestión/Ventas+ Otros Ingresos Operativos	3,7%	6,3%	2,9%	4,5%	6,1%	5,9%
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	28,5%	26,6%	14,3%	17,2%	20,0%	13,4%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	12,2%	13,4%	8,5%	10,0%	11,5%	8,6%
FLUJO DE CAJA						
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización, Provisiones)	2.910	3.290	3.548	4.821	5.505	1.729
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	-6.386	11.735	1.437	-8.841	328	7.792
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	-3.476	15.025	4.984	-4.020	5.833	9.521
Inversión en Activos Fijos	-490	-1.650	-1.106	-639	-1.002	-166
Otras Inversiones, Neto	0	391	0	0	-1	221
Flujo de Caja Operativo después de inversiones (incluye ingresos y egresos no operativos)	-3.966	13.766	3.878	-4.659	4.830	9.576
Variación Neta de Deuda Financiera	1.012	-11.441	-65	3.660	-1.048	-9.020
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	0	0	0	0	0	0
Pago de Dividendos	-98	-2.649	-5.232	-2.896	-2.250	-1.001
Otros Financiamientos, Neto	189	-183	-3.366	2.467	421	822
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período	-2.863	-507	-4.785	-1.428	1.953	377
FLUJO DE CAJA (Ajustado FITCH)						
EBITDA OPERATIVO	4.415	5.647	6.346	5.967	6.850	2.674
(-) Gasto Financiero del período	-1.484	-1.018	-1.482	-946	-1.288	-574
(-) Impuesto a la renta del período	-649	-1.182	-1.295	-1.297	-1.497	-563
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período (ingreso manual diferenciando de total d	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	1.536
(-) Variación Capital de Trabajo	-6.386	11.735	1.437	-8.841	328	7.792
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	-4.105	15.182	5.006	-5.117	4.393	9.329
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	836	831	10	1.097	1.446	193
(-) 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	-2.896	-2.250	-1.001
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-490	-1.650	-1.106	-639	-1.002	-166
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-3.865	12.105	-800	-7.555	2.587	8.354
(-)Otras Inversiones neto	0	391	18	0	-1	221
Otros	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
(FCN) Flujo de Caja Neto	0	391	-782	-7.555	2.586	8.575
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	1.012	-11.441	-65	3.660	-1.048	-9.020
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	189	-183	1.453	2.467	421	822
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	0	391	605	-1.428	1.959	377
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	3.487	1.930	2.597	3.146	1.719	3.678
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL FIN DEL PERÍODO SEGÚN HOJA	0	391	3.202	1.718	3.678	4.055
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL FIN DEL PERÍODO SEGÚN BALANCE	1.930	2.597	3.146	1.719	3.678	4.056
COMPROBACIÓN CAJA Y EQUIVALENTES DE CAJA	0	391	57	-1	0	-1
FFO MARGIN (FFO/ventas +otros ingresos operativos)(%)	2,96%	3,76%	3,21%	4,14%	4,58%	3,51%
(-) 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	2.674
BALANCE						
CAJA Y EQUIVALENTES DE CAJA (AJUSTADOS SI ES NECESARIO)	1.930	2.597	3.146	1.719	3.678	4.056
Activos Totales	47.485	38.991	36.372	44.940	49.498	41.166
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye AJUSTES)	20.328	9.741	8.822	11.889	11.914	3.167
Pasivo financiero Largo Plazo	1.520	667	1.521	2.113	1.040	767
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	3.934
Pasivos con Proveedores	43	114	504	602	1.462	941
Otros Pasivos	5.297	5.007	4.079	4.872	6.350	6.953
Pasivos Totales	27.188	15.529	14.925	19.476	20.766	11.827
Patrimonio (incluye Participación Minoritaria)	20.297	23.462	21.447	25.464	28.732	29.339
PATRIMONIO TANGIBLE (se puede arreglar la fórmula manualmente) esta es la línea que va	2.653	7.828	9.408	13.247	18.254	19.013
Activos restados al Patrimonio para generar patrimonio tangible	17.644	15.634	12.039	12.217	10.478	10.326
Capitalización ****	42.146	33.869	31.790	39.466	41.686	33.273
Contingentes	0	0	0	0	0	0
Pasivos fuera de Balance	0	0	0	0	0	0
GARANTÍA GENERAL						
Activos Pignorados	4.045	5.023	7.811	7.749	7.890	8.140
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	9.374
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones	43.440	33.968	28.561	37.191	41.103	32.522
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones Ajustado	26.053	18.673	16.855	27.883	30.918	23.148
Emisión de Obligaciones en Circulación	1.520	1.747	730	3.340	1.677	1.365
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x) regulación	29	19	39	11	25	24
Límite Legal para Emitir Obligaciones	34.752	27.174	22.849	29.753	32.882	26.018
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.

CORPORATIVO

CASABACA

	dic-06	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	ago-11
INDICADORES FINANCIEROS						
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	2,97	5,55	4,28	6,31	5,32	4,65
(EBITDA - Inver.en Act. Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	2,64	3,93	3,54	5,63	4,54	4,36
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	2,97	5,55	4,28	6,31	5,32	4,65
FFO/intereses del período (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera	2,54	4,39	3,41	4,94	4,16	3,67
CFO/intereses del período (CFO INTEREST COVER)	-1,77	15,91	4,38	-4,41	4,41	17,24
FFO/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	2,54	4,39	3,41	4,94	4,16	3,67
CFO/cargos fijos	-1,77	15,91	4,38	-4,41	4,41	17,24
APALANCAMIENTO						
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	4,95	1,84	1,63	2,35	1,89	0,98
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	4,51	1,38	1,13	2,06	1,35	-0,03
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ FFO (x)	9,58	3,02	2,90	3,76	3,19	1,71
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	52%	31%	33%	35%	31%	12%
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	15,91%	15,38%	16,17%	12,48%	7,44%	13,74%
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Pasivo Total (x)	0,80	0,67	0,69	0,72	0,62	0,33
Pasivo Total NO AJUSTADO/ Patrimonio Tangible (x)	10,25	1,98	1,59	1,47	1,14	0,62
Pasivo Total AJUSTADO/Patrimonio Tangible (X)	10,25	1,98	1,59	1,47	1,14	0,62
Deuda Financiera AJUSTADA/Patrimonio Tangible (X)	8,23	1,33	1,10	1,06	0,71	0,21
porcentaje dividendo pagado en el periodo/ut del año anterior	4,47%	91,69%	89,99%	90,02%	55,61%	18,50%
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	0,81
FFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0,11	0,35	0,40	0,31	0,34	0,73
FFO/Porción Corriente LP (x) Anual	0,77	0,92	0,82	0,68	1,12	4,28
CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0,21	0,62	0,76	0,46	0,65	2,01
CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0,16	1,64	0,57	-0,34	0,49	4,51
CFO/Porción Corriente LP (x) Anual	-1,39	4,06	1,15	-0,93	1,21	25,96
CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0,10	1,51	0,27	-0,49	0,53	5,24
CASH+ Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual		4,82	0,90	-2,11	3,38	55,82
OTROS INDICES						
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	4.253	4.970	6.366	8.070	9.384	11.079
Liquidez Acida (x)	0,60	1,04	1,12	1,12	1,39	2,13
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales)/ Pasivo Corriente (x)	0,45	0,88	0,86	0,90	1,34	1,93
Activo corriente / Pasivo Total (x)	1,06	1,19	1,22	1,22	1,32	1,72
Patrimonio / Activo Total (x)	0,43	0,60	0,59	0,57	0,58	0,71
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	8	9	15	7	4	5
Días de cuentas por cobrar	45	38	24	50	83	76
Rotación de inventarios (x)	4	17	19	11	25	55
Días de inventarios	82	21	19	33	15	7
Rotación de cuentas por pagar (x)	203	186	182	125	49	50
Días de cuentas por pagar	2	2	2	3	7	7
Rotación Capital de Trabajo	15	16	14	9	8	4
Días de Capital de Trabajo	24	23	25	39	47	86
Días de Ciclo de Operación	-101	-34	-16	-42	-43	10
Activo corriente / Pasivo corriente	1,17	1,37	1,53	1,51	1,52	2,20
Vencimientos Deuda Financiera						
Año	dic-06	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	ago-11
Vencimientos Emisión Obligaciones	2.249	2.273	1.787	1.227	1.677	1.365
Vencimientos Otra deuda Financiera	25.466	9.855	9.326	10.662	10.237	1.802
Total	27.715	12.128	11.113	11.889	11.914	3.167

(x) Índice expresado en número de veces

CORPORATIVO



Ecuador

Entorno Macroeconómico

ANEXO 1

ENTORNO ECONÓMICO

Las perspectivas hasta fines de año, siguen siendo positivas y se esperaría estabilidad en el entorno macroeconómico. A mediano plazo (2012-2013) surgen preocupaciones en función de las perspectivas de la economía global que pudiera contraer sus niveles de crecimiento. Adicionalmente, se mantiene la preocupación en cuanto a que la estabilidad del Ecuador depende del gasto público y que este a su vez está íntimamente ligado al precio del petróleo y a su capacidad de seguir consiguiendo nuevos créditos. El entorno para la inversión privada es cada vez más incierto y desfavorable, lo que impide aprovechar localmente el incremento de la demanda y la disponibilidad de crédito.

COMPORTAMIENTO HISTÓRICO

	2007	2008	2009	2010	interino 2011
PIB (USD Mill 2000)	22,410	24,032	24,119	24,983	26,292
Inc. PIB (Mill.2000)%	2.04	7.24	0.36	3.60	5.24
Inc.anual oferta y demanda global%	3.90	8.10	-3.60	7.40	4.13 prev.
Inflación Anual %	3.32	8.83	4.31	3.33	4.84**
Deuda total del Gobierno/PIB%	30.49	25.34	19.67	23.40	20.11***
Deuda externa del Gobierno/PIB%	23.90	19.19	14.39	15.22	13.3***
Deuda interna del Gobierno/PIB%	6.59	6.15	5.28	8.18	6.8***
Cuenta Corriente/PIB %	3.60	2.0	-0.35	-3.31	
Presupuesto General del Estado/PIB%	-0.10	-1.10	-5.07	-1.95	
Ingreso Sector Público/PIB %	29.56	40.70	35.33	39.98	45.73****
Gasto Corriente Gobierno/PIB%	20.10	27.20	26.80	29.20	31.92****
Inversión del Gobierno /PIB%	7.49	12.91	12.84	12.45	12.96****
Precio del Petroleo/ barril USD (ref)	72.70	97.70	64.00	84.50	79.07*****
*estimación BCE					
**inflación anual a agosto/2011					
*** deuda a juli 2011/ PIB corriente proyectado de 65.145MM					
****anualizado con cifras hasta mayo 2011/PIB corriente proyectado					
*****sept 23/2011					

El primer trimestre del 2011 mostró un crecimiento del PIB de 8.6% en relación al primer trimestre del 2010 y del 1.8% en relación al cuarto trimestre del 2010. El comportamiento real fue mejor de lo esperado. Se expanden todas las actividades económicas.

El gasto público sigue siendo la influencia más importante en la expansión económica y contribuye también el crédito del BIESS. La construcción representa el sector de la economía que más aporta al crecimiento económico, seguido por el sector servicios.

Al comportamiento de la construcción ha contribuido el crédito del BIESS pero principalmente la construcción en el sector público de obras de infraestructura.

Algunos de los sectores que se han destacado en relación al primer trimestre del 2010, se muestran a continuación:

sectores	1T2010/1T2009	1T2011/1T2010
Refinación de Petróleo	-27.9%	43.2%
Electricidad y Agua	-15.2%	30.7%
Construcción	5.9%	17.5%
Comercio	3.8%	6.3%
Servicios	1.9%	11.7%
Intermediación Financiera	10.9%	13.4%
Agricultura/Ganadería	-1.5%	3.3%
Pesca	3.7%	7.6%

* la tabla anterior muestra el crecimiento del PIB en valores constantes por actividad económica con respecto al mismo trimestre del año anterior.

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 8.4% en el primer trimestre del 2011 con respecto al primer trimestre del 2010 cuando este crecimiento (de la oferta y demanda global) en el mismo trimestre del 2010 fue de 2.6%. Debemos destacar el extraordinario crecimiento de las importaciones y el modesto aumento de las exportaciones durante el 2010, mientras que en el primer trimestre 2011, tanto las importaciones como las exportaciones muestran un crecimiento importante en relación al primer trimestre del 2010:

Comercio Exterior	2010	1T2010	1T2011
Importaciones	16.3%	8.0%	8.0%
Exportaciones	2.3%	-3.1%	10.8%

Por el lado de la demanda, a más de las exportaciones, tenemos la demanda interna que se ha expandido significativamente como lo demuestra la tabla que sigue:

	1T2010/1T2009	1T2011/1T2010
Formación Bruta de Capital	2.7%	16.7%
Consumo de Hogares	3.4%	7.6%
Consumo de Administraciones Públicas	0.3%	2.7%

El crecimiento del gasto público en la formación de capital está impulsado por el alto precio del petróleo y el mayor endeudamiento público con la banca china, mientras que mayores impuestos financian el creciente gasto corriente.

Como consecuencia de la política económica, altamente dependiente del gasto público, resulta que las importaciones crezcan más que las exportaciones, que las tasas de crecimiento tanto de la formación bruta de capital como del consumo de los

CORPORATIVO



hogares sean más volátiles y muestren variaciones más pronunciadas y que el sector productivo sea el de menor crecimiento.

PERSPECTIVAS 2011 – 2012 -2013.....

De acuerdo a la opinión de algunos economistas, las proyecciones de crecimiento de la economía por parte del BCE (5.24%) para el año 2011 podrían cumplirse o superarse considerando el comportamiento de lo que va del año. Así, por ejemplo, el FMI estima que el crecimiento económico del Ecuador para el 2011 sería de 5.8%.

Para el año 2012 sin embargo las proyecciones no son tan optimistas y se podría esperar una desaceleración ya que el crecimiento se fundamenta en inversión pública y ésta a su vez en el precio del petróleo y deuda. Se ha comprobado que el precio del petróleo puede ser altamente volátil y que los recursos de deuda para el Ecuador son limitados.

Podría esperarse que la línea de crédito de los bancos chinos vaya llegando a su tope aunque el secretario de la SENPLADES, piensa que el próximo año se podría recurrir nuevamente a esta fuente.

Los indicadores de deuda presentados por el BCE y que se incorporan en la primera tabla de este reporte, no incluyen las obligaciones cuyos vencimientos sean menores a 360 días, por lo tanto se estaría omitiendo el saldo por pagar de la facilidad petrolera con la China que tiene un año plazo pero que es revolvente. Incluyendo este rubro en la deuda externa ésta subiría a representar aproximadamente el 18% del PIB y no el 13.3%, según algunos analistas.

La deuda interna también ha venido creciendo de manera importante, entre el 2009 y 2010, según los datos del BCE, aumentó en 64% y entre julio 2010 y julio 2011 se incrementa en un 2.77%. La deuda interna también podría estar subestimada si existen créditos con vencimientos menores de un año, no registrados. En todo caso, la deuda del Gobierno estaría en alrededor del 26% del PIB según analistas, con lo cual se reduce su capacidad de endeudamiento frente al límite legal del 40%, establecido en el Código Orgánico de Planificación y Finanzas Públicas aprobado en octubre de 2010.

La ministra coordinadora de la Política Económica estima que el crecimiento económico del próximo año sería del 4%. En ese escenario se estima un precio del petróleo no más bajo de USD70 por barril y una inversión pública de USD4000 millones. El año 2012 es considerado como el año más vulnerable.

Para el año 2013, fuentes oficiales estiman que la producción petrolera incrementaría de 503mil barriles diarios en promedio a 567mil barriles diarios. Sin embargo, las metas estimadas se han incumplido con frecuencia por lo que esta fuente de ingresos no es necesariamente confiable.

La fuente de ingresos más sólida para el estado podría ser la minería en gran escala, sin embargo esta fuente de ingresos se concretaría dependiendo de cuando se firmen los nuevos contratos. Si los contratos se firman hasta fines de este año se podría esperar ingresos por esta industria a partir del 2014. De ahí en adelante se esperaría que las exportaciones y la renta minera crezcan sustancialmente por algunos años.

A partir del 2015 se podrían esperar que las nuevas centrales hidroeléctricas, el aumento importante en la producción del gas del Golfo de Guayaquil y la Refinería del Pacífico, si se llega a

construir, contribuyan con energía eléctrica más barata y combustibles de mejor calidad.

Dado que la expansión esperada al menos en el corto y mediano plazo no provendría del incremento de la producción privada, podría generarse un proceso inflacionario (ya se observa) como resultado de la insuficiencia de importaciones, limitadas por la imposición de restricciones, y de la mayor demanda de servicios.

SECTOR PRIVADO

Lamentablemente, el entorno para la inversión privada es cada vez más incierto y desfavorable (múltiples reformas tributarias, incrementos de salarios más altos que los incrementos en la producción, propuestas de leyes antimonopolios sin participación del sector privado, implementación de cupos y aranceles a las importaciones) lo que impide aprovechar localmente el incremento de la demanda y la disponibilidad de crédito. Las restricciones, incremento de costos laborales y deficiencias estructurales en los servicios limitan la capacidad de competir en los mercados internacionales impidiendo que se logre expandir los mercados.

Un hecho relevante actual y que confirma el interés del Gobierno de controlar el mercado para las empresas privadas es el proyecto de Ley de “Control de Poder de Mercado”.

Esta ley entrará en vigencia el 30 de septiembre próximo si la Asamblea Nacional no ha concluido su tratamiento. El texto de esta ley ha sido aprobado para primer debate sin tomar en cuenta los planteamientos realizados por el sector privado, sino en función de los intereses y aspiraciones del ejecutivo.

La ley como está diseñada va más allá de limitar prácticas monopólicas; propicia la creación de entes de control con amplios e indefinidos poderes sometidos a la discrecionalidad del ejecutivo. Parecería que las posibilidades de cambiar la ley para limitar esta interferencia en las empresas, gremios de la producción y empresariales y en el sector privado en general son escasas.

Preocupa también la dirección que tomarán las decisiones de los juzgados en cuanto a las demandas por las prácticas de tercerización laboral, lo cual constituye otra amenaza para el sector real de la economía.

Fuentes: BCE, Ecuador Analysis, El Comercio; Elaboración BWR.

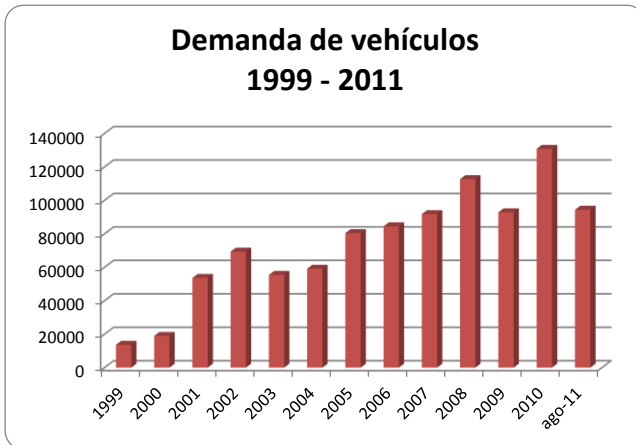
CORPORATIVO

ANEXO 2

RIESGO SECTORIAL

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. En la última década ha mostrado un desempeño dinámico, dando lugar a una expansión en las ventas de automotores nuevos; adicionalmente, el boom impacta también en otros segmentos, tales como: repuestos, combustibles, llantas, lubricantes, talleres y negocios relacionados como seguros, dispositivos de rastreo y financiamiento automotriz.

Como resultado del efecto multiplicador en la economía de la industria automotriz, ésta ha venido liderando el segmento de consumo, y aporta a la generación de valor agregado, a la creación de fuentes de trabajo y a la recaudación fiscal. El mercado de combustibles crece cada año al 5%, y la tasa de renovación del parque automotor es 10% anual.



Fuente: AEADE

En 2010 se estableció un nuevo record en unidades vendidas con 130.794 nuevos automotores, mostrando un crecimiento del 40,8% anual. A sep-11 la demanda continúa dinámica, el ritmo de crecimiento del mercado se desaceleró como consecuencia de las nuevas medidas para el sector³, mismas que estarían complicando el abastecimiento pleno de la demanda, y que han dado lugar a incrementos de precios de vehículos, en todos los segmentos. El automotor es un mercado estacional y el último trimestre solía acumular los mayores niveles de ventas.

³ Son:

- 1) Restricción de importaciones: reducción del cupo para autos terminados en 20% respecto del volumen 2010.
- 2) Establecimiento de aranceles escalonados para la importación de CKD's, en función del tipo de vehículo y su cilindrada. El % del arancel puede reducirse en función de la cantidad de "componentes locales" en el ensamblaje, pero aún no se establece el mecanismo de compensación.

CORPORATIVO

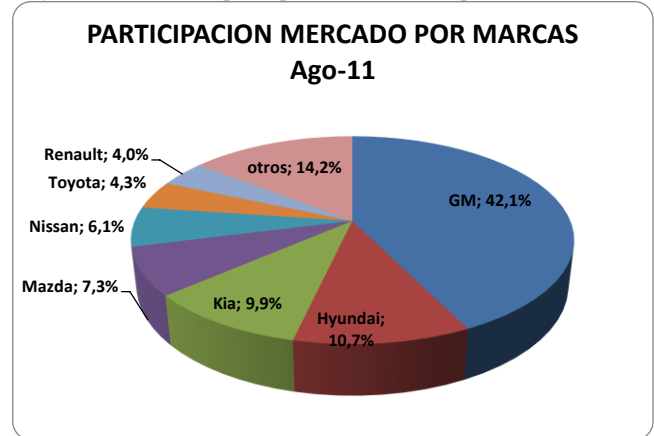
En los últimos años ha sido difícil predecir la evolución del sector, tanto por las medidas del gobierno, como porque depende de factores tales como la disponibilidad de crédito y en gran medida de las expectativas de los agentes económicos.

Alrededor del 65% de las ventas del sector automotor se realizan a crédito; por ello, las facilidades y condiciones de este tipo de préstamos condicionan en gran medida el desempeño de esta industria. 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 país no tiene una industria automotriz autosuficiente, la mayor parte de los vehículos comercializados localmente son importados, pero la participación de los de ensamblaje local muestra una tendencia creciente. Adicionalmente, una de las recientes medidas del gobierno, cuya implementación sería gradual y aún no está totalmente normada, incentivaría el ensamblaje local.

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 ingresos⁴.

La industria automotriz ha sido reactiva en los últimos años frente a cambios en el entorno macroeconómico, o a la introducción de restricciones arancelarias. Los participantes del sector han tomado medidas en función del nicho de mercado al que atienden. Desde 2009, se observa un cambio en combinación de productos de mayor venta entre las principales marcas en el país.



Fuente: AEADE

Por marcas, el mercado ecuatoriano está altamente concentrado. En 2011, GM continúa siendo la marca dominante; sin embargo, marcas emergentes fueron las de mayor crecimiento. En los

⁴ AEADE.



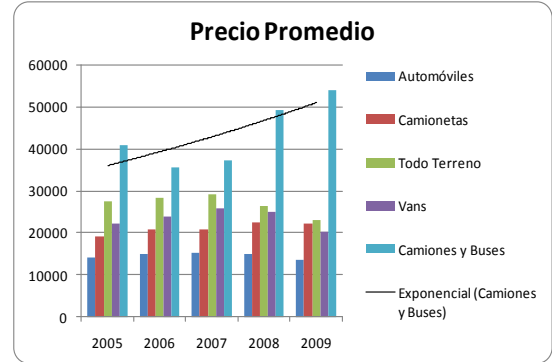
últimos años el sector ha observado la entrada de diversas marcas, la mayoría de las cuales maneja una estrategia de precios, compitiendo en segmentos similares.

De acuerdo a datos oficiales de la AEADE, el segmento más importante en ventas es el de automóviles, que 2010 representó el 38.7% del mercado de vehículos nuevos, en 2011, la tendencia continúa, pues el mercado facilita la colocación de automotores pequeños.

Geográficamente, el grueso de las ventas de automotores nuevos se concentran en la provincia de Pichincha (42.48% a dic-09), para 2010, dicha tendencia se habría mantenido.

Los cambios en el entorno de la industria han llevado a que los modelos más pequeños y/o de menor equipamiento sean lo vehículos más comerciales. Ello ha llevado 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.



Fuente: AEADE

En Ecuador habría en promedio 9 vehículos por cada 100 personas, lo cual indica que existe una demanda insatisfecha en comparación con otros mercados de Latinoamérica, donde la tasa de ocupación es 15 autos por cada 100 habitantes.