

Ecuador
Emisión Obligaciones

**Continental Tire Andina S.A.
(ERCO)**

Calificación

Tipo de Instrumento	Calif. Actual	Calif. Anterior	Último Cambio
Cuarta Emisión de Obligaciones	AA+	AA	28-feb-13
Quinta Emisión de Obligaciones	AA+	AA	28-feb-13

Calificación Actual: Calificación otorgada en el último comité de calificación

Calificación Anterior: Calificación del valor hasta antes de que se diera el último cambio de calificación

Último Cambio: Fecha del Comité de Calificación en el que se decidió el cambio de calificación

NR: No registra cambio de calificación; N/A: No aplica

Resumen Financiero

(Millones USD)	2009	2010	2011	2012
Activos	86.2	98.1	127.2	134.2
Ventas	104.1	123.2	197.5	204.5
Margen EBITDA (%)	9.2	0.2	6.7	11.0
ROA (%)	1.9	-7.5	2.2	4.8
Deuda /Capitalización (%)	27	50	54	48
Deuda Financiera Total /FFO (x)	2.1	-14.2	4.4	2.3

Emisión de Obligaciones		
Emisor:	CONTINENTAL TIRE ANDINA S.A.	
Emisión:	Cuarta	Quinta
Monto Original:	USD 8.000.000	USD 8.000.000
Fecha Aprobación SIC:	28-oct-11	06-dic-12
Fecha Colocación:	24-nov-11	28-dic-12
Fecha Vencimiento:	nov-16	dic-17
Monto Colocado:	USD 8.000.000	USD 8.000.000
Monto en Circulación:	USD 6.400.000	USD 2.512.000
Plazo:	1.800 días (5 años)	1.800 días (5 años)
Cupón de Interés:	7,75% Anual Fija	7,75% Anual Fija
Pago de Interés:	Trimestral	Trimestral
Pago de Capital:	Semestral	Semestral
Garantía:	General	General
Destino de la Emisión:	Reestructuración de pasivos e inversión de activos	Reestructuración de pasivos e inversión de activos

Actividad del Emisor: Empresa industrial fabricante de neumáticos para vehículos pesados y livianos.

Contactos

Patricia Pinto, Ecuador; (593 2) 226 97 67 ext. 103
ppinto@bwratings.com

Lorena Oliva, Ecuador; (593 2) 226 97 67 ext. 108
loliva@bwratings.com

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACIÓN

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings S.A., con base en los estados financieros según normas NIIF, e información adicional con corte a diciembre 2012 de **Continental Tire Andina S.A.**, decidió subir la calificación a **“AA+” (Doble A Mas)** a la Cuarta y Quinta Emisión de Obligaciones Generales, las cuales se analizan en este estudio.

De acuerdo a la descripción de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, la calificación de **AA “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 sí 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 de subir la calificación otorgada a las emisiones se fundamentó en las fortalezas estructurales de la empresa que maneja ventajas importantes frente a sus competidores, un mercado con potencial de crecimiento donde está bien posicionado, la capacidad demostrada para cumplir con los objetivos financieros en el corto plazo y la expectativa de que ellos se sigan cumpliendo en los próximos dos años; y el soporte de la casa matriz.

Continental Tire Andina es una empresa subsidiaria, que forma parte de una multinacional con presencia mundial. La calificación de Continental AG de Alemania es BB en escala internacional (otorgada por Fitch), es decir que el soporte tiene una calificación por sobre la calificación soberana de Ecuador.

La casa matriz ha dado soporte técnico y financiero al emisor desde el inicio de la operación como Continental.

El soporte de la casa matriz otorga ventajas diferenciales a la empresa local, que es además la única productora de neumáticos en el país y líder del mercado ecuatoriano. Las permanentes inversiones en activos fijos realizadas

FECHA COMITE: 28/febrero/2013

ESTADOS FINANCIEROS A: 31/diciembre/2012

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.



en los últimos dos años, refleja la importancia de la planta de producción ecuatoriana, a nivel regional. Continental TA tiene oportunidades de crecimiento de ventas no solo en el Ecuador sino, especialmente, a nivel de países de Latinoamérica, sobretodo Colombia y Chile. La diversificación de las ventas por destino y por productos, ahora con la capacidad de producción de neumáticos radiales, permite a la empresa proyectar un crecimiento de ventas y márgenes en un mercado con demanda creciente y predecible, aunque con mucha competencia.

Al ser una empresa cuya materia prima es un *commodity*, maneja un EBITDA volátil. El cambio de matriz productiva, cuya inversión se realizó en el 2011, con un direccionamiento hacia los neumáticos radiales para transporte pesado significa un potencial aumento del EBITDA en los próximos dos años, a tazas superiores a las alcanzadas históricamente en épocas regulares.

A diciembre 2012, la Compañía muestra índices de apalancamiento mejores a los previstos a inicio del año y a los considerados en el anterior seguimiento de calificación.

Para el año 2013, la deuda financiera, aunque se reduce, su relación frente al EBITDA tiende a ser más alta que en el 2012, debido a que el EBITDA del período estaría afectado por los gastos operativos que implicaría la apertura de la nueva distribuidora en Colombia.

A partir del 2014, la deuda financiera frente al EBITDA mantendría una tendencia a disminuir en comparación a los últimos años, ya que no se esperan importantes necesidades de crédito y aunque a tazas, más conservadoras, el EBITDA seguiría creciendo; las necesidades de capital de trabajo se financiarían en su mayor parte con la propia generación y los requerimientos para CAPEX no serán mayores.

La calificación incorpora los riesgos propios del negocio, la volatilidad histórica del EBITDA y su ciclicidad. También considera que tanto los indicadores de endeudamiento como los de liquidez se mantendrán dentro de lo proyectado.

▪ HECHOS RELEVANTES Y SUBSECUENTES

En junio 2012, mediante Resolución No. 65 y No. 66, el COMEX estableció cupos de importación, no sólo en dólares sino también en unidades, tanto para vehículos importados como para CKD's. Estos parámetros deben ser respetados para poder nacionalizar las mercancías, en esta resolución no se incluyen neumáticos.

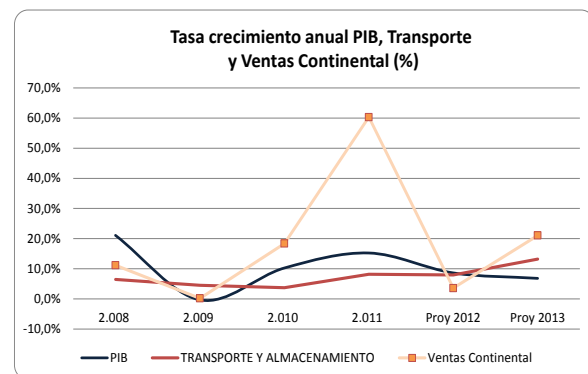
El COMEX pretende implementar un mecanismo que permita monitorear a los ensambladores de vehículos, a fin de que se aumente la tarifa arancelaria cuando no incrementen el porcentaje de producto ecuatoriano, dentro de un período determinado. Mientras se desarrolla esta nueva metodología, todas las importaciones de CKDs deberán pagar el arancel mínimo.

En el caso de los neumáticos, se estableció un arancel específico entre USD 0.90 y USD 1.20 por kilo neto, dependiendo del tipo del producto. El COMEX aprobó el diferimiento arancelario a 0% de arancel para tres gremios (federaciones de transporte público y pesado); sin embargo, las federaciones no han hecho uso de los cupos para la importación directa.

▪ ENTORNO MACROECONÓMICO

Ver Anexo 2.

▪ RIESGO DE LA INDUSTRIA



Como estaba previsto, el año 2012 fue un período de desaceleración en el crecimiento de las ventas del sector automotor, debido a tres factores principales: la imposición de aranceles a los vehículos importados, el incremento del impuesto de salida de divisas (ISD) y la Ley de Regulación de Créditos de Vivienda y Vehículos. Aun con las tres medidas, las ventas de vehículos se contrajeron en 13% frente al 20% esperado por los agentes económicos.

En relación al sector de neumáticos, este se ha beneficiado del incremento del parque automotor y, en general, ha crecido a un ritmo similar al del sector transporte. Al observar el gráfico anterior, se puede concluir que el comportamiento de las ventas de Continental a partir del año 2010 y con proyección hasta el 2013, muestra una relación cercana al del sector Transporte y Almacenamiento, con tasas de crecimiento anual superiores al 10%, con excepción del año 2012. El sector Transporte se analiza como actividad económica que participa del PIB, considerando cifras en términos corrientes.

La oferta de neumáticos en el país está compuesta por los productos fabricados localmente y por los importados. La industria local está conformada únicamente por una empresa productora de neumáticos, que es Continental Tire Andina. El resto de la oferta se complementa con neumáticos importados de diversas marcas, los cuales se han encarecido por las medidas arancelarias del Gobierno en el último año.

Esta industria es intensiva en uso de capital y con necesidades permanentes de inversión para mantenimiento y renovación. Tanto la industria como el comercio de llantas, tienen importantes barreras de entrada.



Uno de los factores que mayor influencia ejerce en la industria de las llantas es el manejo de los inventarios; pues la principal materia prima, el caucho, es un commodity de precios volátiles. El caucho natural es indispensable en la fabricación de algunos elementos de la llanta. La dificultad de la industria en adaptarse a la escasez de esta materia prima y el crecimiento de la demanda con la recuperación del sector automotor a nivel mundial, provoca alza de precios.

Aunque no tiene una relación directa con la producción de petróleo, los precios del caucho han mantenido una curva similar a la del crudo. En los últimos años, los precios muestran un comportamiento volátil. En el año 2012, al igual que en el caso del petróleo, los precios se mantuvieron estables. La perspectiva para el 2013 es una tendencia al alza.

Además de la producción local, el mercado cuenta con una amplia gama de marcas de neumáticos importados, lo que hace que sea un mercado con alta competencia.

En cuanto a la demanda de neumáticos, esta está ligada al crecimiento de la industria automotriz, que ensambla vehículos localmente (equipo original) y al mercado de reposición. En general, el mercado maneja un nivel de demanda predecible y creciente.

Es necesario establecer que existen dos sub segmentos dentro de la demanda de neumáticos: los vehículos livianos y los de transporte público y pesado.

El crecimiento del sub segmento de vehículos livianos está ligado, en general, a la estabilidad de factores macro económicos, al nivel de empleo, y a las facilidades de financiamiento que otorgue el sistema financiero o las casas comerciales. Aun si el mercado de vehículos nuevos livianos se desacelerara, el mercado de llantas cuenta con una amplia demanda por reposición. La tasa de renovación del parque automotor en el Ecuador es del 10% anual.

Por otra parte, el segmento de vehículos de transporte público y pesado depende del movimiento del sector industrial, la inversión pública y, por ende, los ingresos que perciben la economía y el Gobierno.

El sector de transporte pesado cuenta con 150 mil unidades que demandan 1,5 millones de neumáticos anualmente. Esta demanda se cubre en su mayoría por productos importados (25%), producto reencauchado (17%) y la producción local (15%). Según datos del MIPRO existe una demanda insatisfecha de más del 40%.

Por esta razón, y por el ahorro que podría significarle al Gobierno, al final del 2011 se lanzó un programa de reencauche y reutilización de neumáticos para el transporte pesado, que espera incrementar la oferta y la demanda de este producto, dando apoyo a las empresas reencauchadoras y capacitación a transportistas. Con este proyecto el Gobierno espera duplicar la oferta de llantas reencauchadas en el mercado nacional.

La industria de neumáticos en el Ecuador es una industria madura con un crecimiento bajo que está en

función del ritmo de ventas por reposición anual del parque automotor y por el equipo original. En el caso de Continental Tire Andina, las mayores oportunidades se presentan en el potencial de crecimiento en la Región Andina y en Chile, países con amplios mercados y un mayor volumen de demanda.

■ PERFIL DE LA COMPAÑÍA

Continental Tire Andina S.A. se constituyó el 31 de julio de 1955 bajo el nombre de Ecuadorian Rubber Company y está domiciliada en Cuenca. En 1972, se tradujo el nombre a castellano por Compañía Ecuatoriana del Caucho S.A., más tarde se determinó como siglas de distinción y manera de expresar su razón social ERCO.

ERCO cambió el nombre a Continental Tire Andina S.A. luego de que Continental AG consolidó la mayor parte de las acciones de la empresa local en junio del 2009. Este nombre va de acuerdo a la política internacional del Grupo, y vincula a la compañía con la marca y el socio principal.

La actividad de la Compañía, de acuerdo a su objeto social, es la fabricación de llantas y artículos conexos. A partir de la adquisición de la mayoría de acciones de Continental Tire Andina S.A., por parte de Continental AG de Alemania, la Empresa se ha beneficiado aun más de asistencia técnica y apoyo en tecnología en productos y procesos.

A través de su principal socio, la Compañía tiene acceso a marcas de neumáticos reconocidas a nivel mundial. Los diseños y especificaciones de los productos que se fabrican en la planta de Ecuador, son los mismos que usa Continental en las diferentes plantas alrededor del mundo.

Continental ofrece una amplia gama de artículos, sus productos cubren todos los sectores de mercado: autos livianos, camionetas y camiones, y en cada una de estas líneas comercializa las llantas convencionales y radiales.

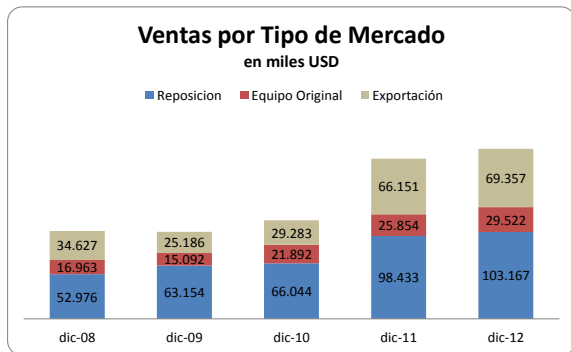
Como un complemento a la producción de llantas, la empresa mantiene una red comercial en las principales ciudades del país. Utiliza un sistema de distribución de acuerdo a sus diferentes productos y marcas, con la red de ERCO Tires; CONTI Truck y TODA Llanta.

POSICIONAMIENTO DE LA EMPRESA

Las ventas de Continental están dirigidas a tres mercados:

- Mercado de reposición
- Mercado de equipo original
- Mercado de exportaciones

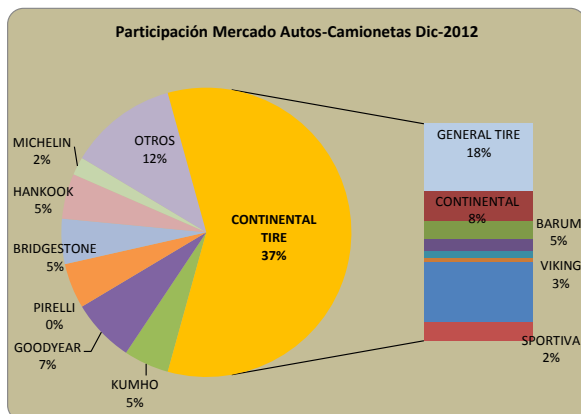
Como se demuestra en el siguiente cuadro, las ventas por exportaciones crecen de forma importante en los años 2011 y 2012. A diciembre 2012, el mercado de reposición representó el 51% de las ventas en dólares, mientras que equipo original fue el 15% y exportaciones el 34%. Actualmente, la Compañía exporta a los países de la Región Andina (Colombia, Chile, Venezuela, Perú y Bolivia), además a México y Brasil.



Fuente: Continental Tire Andina
Elaboración: BWR

Continental ha crecido en participación en los mercados del exterior, principalmente en Colombia. De esta forma la Administración decidió crear una empresa distribuidora en este país, que le permitirá estar más cerca de su mercado objetivo. Además, el potencial de crecimiento en otros países como Chile es importante.

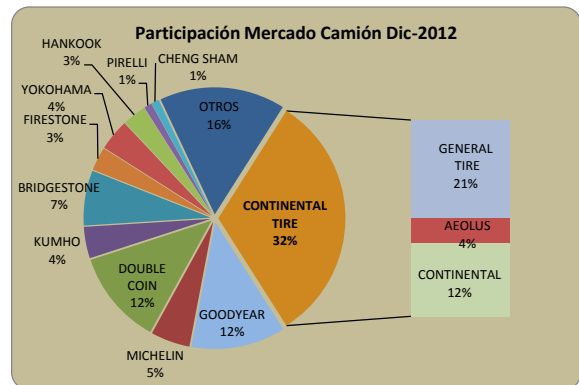
En el caso del mercado local, la Empresa ofrece productos en dos grandes segmentos, el primero llamado PLT (Passenger and Light Truck), es decir llantas para auto y camioneta, y el segundo segmento es el de vehículos pesados o comerciales llamado CVT (Commercial Vehicles Tires).



Fuente: CTA; Elaborado: BWR

En el segmento PLT, Continental Tire Andina mantiene una participación mayoritaria en el mercado y es líder con el 37% del mercado, sin embargo ha ido perdiendo participación en los últimos años por la alta competencia en especial por el ingreso de llantas chinas. En el 2011, la participación de la empresa en el mercado PLT era del 46%.

En el segmento CVT, la participación de mercado se incrementó de 30% (dic-2011) a 32% (dic-2012), lo que justificaría las inversiones realizadas para la adecuación de la planta para la producción de llantas de camión radial. Además, con estos productos la empresa busca una mayor expansión de ventas en los mercados externos, donde tienen una participación marginal menor al 10%.



Fuente: CTA; Elaborado: BWR

ESTRUCTURA DEL GRUPO

Continental Tire Andina es sucursal de Continental AG de Alemania, forma parte del grupo internacional Continental, consolida balances, maneja los mismos sistemas contables y se beneficia de las sinergias con la casa matriz; aunque tiene independencia en los procesos operativos.

La empresa ecuatoriana tiene importancia para la casa matriz debido a que abastece al mercado de la Región Andina con la producción específica de ciertos tipos de neumáticos. Por otro lado, la ubicación de la planta en Ecuador constituye un tema estratégico para sus mercados naturales de exportación.

Continental Tire Andina no es miembro de ningún grupo económico local, pero comparte el accionista mayoritario con la empresa Andujar, en la cual Continental AG mantiene un 49.98% de participación.

Andujar es, a su vez, el accionista principal de varias empresas, entre las que están los distribuidores asociados, que realizan la comercialización de sus productos en distintas ciudades del país. Andujar también es el accionista principal de una plantación de caucho, de una empresa de reencauche y de una comercializadora de llantas importadas.

Continental Tire Andina tiene una relación administrativa con Globallantas quienes brindan el servicio de comercialización.

En el 2012, como parte de la estrategia de expansión regional, Continental Tire Andina decidió crear una empresa distribuidora en Colombia, cuyas acciones son 100% de Continental Ecuador. En períodos posteriores se analizarán las ventas consolidadas de estas dos empresas.

ACCIONISTAS Y SOPORTE

La empresa mantiene una estructura accionarial abierta, tiene 486 accionistas y cotizan en las Bolsas de Valores locales, con un valor por acción de USD 1. Los principales accionistas con más del 10% de participación, son los siguientes:

Estructura Accionarial			
Nombre	País	%	
General Tire Intertanacional Company	USA	32	
Continental Tire The Americas LLC	USA	19	
Empronorte Overseas INC	PAN	15	
Otros menos 10%		34	
TOTAL		100	

Continental AG es el mayor accionista de General Tire Int., y de Continental Tire de las Américas LLC. Continental Tire Andina representa para Continental AG un importante valor agregado en su posición en el mercado sudamericano, pues es la única planta de fabricación de neumáticos en la Región, además maneja un canal de distribución regional bien establecido.

Continental AG está calificada a nivel internacional por Fitch con una calificación de BB con tendencia estable. Esta calificación está por sobre el riesgo soberano de Ecuador. Las calificaciones internacionales no son comparables con la calificación local.

El soporte de los accionistas de Continental Tire Andina se vio reflejado en el 2010 a través de un refinanciamiento de cuentas por pagar por inventarios con un préstamo revolvente de corto plazo, el cual fue refinanciado a tres años y ahora se encuentra contabilizado como préstamo de largo plazo.

Históricamente no se han realizado repartos de dividendos, sin embargo, al ser una estructura de capital abierta, si un accionista solicita el pago de dividendos la empresa está en obligación legal de hacer el reparto. De darse este caso, como se ha visto en algún período anterior, el accionista mayoritario puede capitalizar la porción mayor de las utilidades y el accionista minoritario podría recibir al menos el 50% de las utilidades no capitalizadas.

■ ESTRATEGIAS DE ADMINISTRACIÓN Y GOBIERNO CORPORATIVO

La participación mayoritaria accionarial de Continental AG se evidencia también en el estilo de gobierno corporativo. La empresa local se maneja dentro de un marco nacional, pero con una visión global de la compañía multinacional presente en varios países. La posición del Ecuador es estratégica dentro de la Región Andina, tal es así que las exportaciones han crecido de forma importante en los últimos dos años.

La estrategia en el último año ha estado dirigida a la inversión en la planta dentro del proyecto de producción de llantas de camión radial. El volumen de producción se ha mantenido similar al promedio de unidades del año anterior, sin embargo la matriz productiva está cambiando rápidamente hacia la producción de llantas radiales. Este cambio tendrá influencia en los márgenes de la Compañía a futuro pues el margen de la llanta radial es mayor.

Se reconoce en el personal gerencial una fortaleza por ser profesionales con experiencia y conocimiento del mercado en el que se desenvuelve la empresa. Durante

el 2012 y 2013 están previstos cambios en las gerencias general y financiera de Continental Tire Andina. La Calificadora espera que el proceso de transición no afecte el desenvolvimiento de la Empresa, sino que se fortalezca a partir de las políticas y estrategias establecidas de gobierno corporativo.

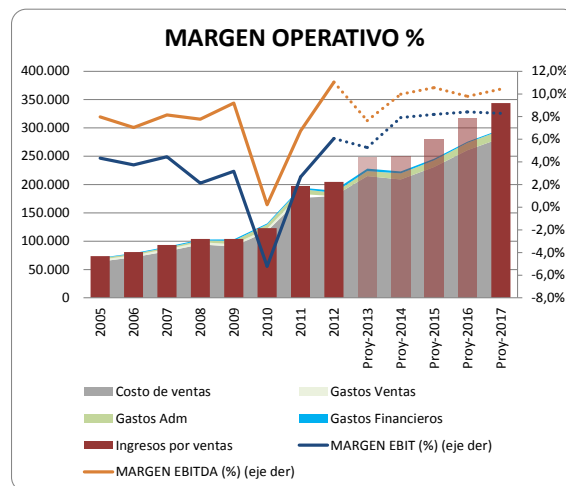
Actualmente, la Administración maneja relaciones adecuadas con el Comité de Empresa, después de los problemas laborales registrados en el 2009 y 2010, y fruto de las estrategias de negociación aplicadas. El Vigésimo Contrato Colectivo se firmó el 30 de marzo de 2012 y tiene una vigencia de 2 años; esta vez la negociación se realizó de manera directa y sin un pliego de peticiones de por medio.

Continental cuenta con 1.089 empleados directos, de los cuales 216 trabajadores participan en el Comité de Empresa.

■ PERFIL FINANCIERO

Presentación de Cuentas: Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros auditados al 2009, 2010 y 2011 por firma Delloite & Touche presentados bajo las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), los cuales no presentan observaciones ni salvedades. También se ha analizado información preliminar no auditada a diciembre 2012, bajo normas NIIF.

■ Gestión Operativa



Continental alcanzó ventas por un monto de USD 204,574 M en el 2012, cifra menor a la proyectada por la empresa, que significó un crecimiento anual de 3.57% en este período. La Empresa está replanteando su estrategia local, dado el rápido crecimiento de las ventas de llantas de tipo radial, y al ambiente de alta competencia. Las ventas por exportaciones cumplieron con las expectativas y ascendieron a un monto de USD 70 MM.

Si bien el volumen de ventas no alcanzó los USD 229 MM de la proyección, un menor costo de ventas en comparación al del 2011, apoyó al margen bruto a mejorar en 1.4 puntos porcentuales en este año. Se debe mencionar que el costo de ventas del año 2011 incluyó

costos generados por la huelga de trabajadores, que no se presentan en este año. Así, el margen volvió a niveles similares a los mostrados en años previos a la huelga.

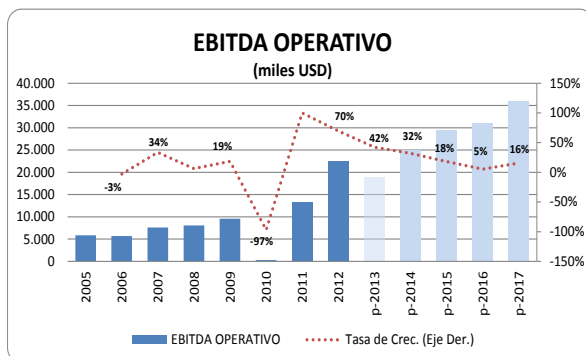
Durante el 2012, la Empresa realizó incrementos de precios para compensar el alza de costos de materia prima que se produjo en el 2011. Los precios se mantuvieron altos, pese a que el costo de materia prima posteriormente se estabilizó, lo que también se tradujo en el incremento del margen al finalizar el 2012.

La generación de resultados del 2012 se benefició también por un menor monto de gastos operativos, los cuales muestran una disminución de 21.7% con respecto a diciembre 2011. El desempeño del gasto obedece a varios factores: en el primer semestre del 2011 se registraron los últimos gastos de personal relacionados a la huelga, lo cual no se repitió en el 2012; se cambia la línea de contabilización de los impuestos a la salida de divisas hacia el costo de ventas (referente a pago de materias primas y producto terminado); además, los gastos se diluyen en el fuerte crecimiento de las ventas de este período frente a los períodos anteriores.

Es importante señalar que, a partir de la aplicación contable de las normas NIIF, la Empresa está registrando gastos en bienes de capital como gastos operativos del período, los cuales antes se registraban como gasto de inversión y podían ser activados; ahora son reconocidos directamente en el P & G del período en el que se incurren.

De acuerdo a las proyecciones analizadas, en los períodos siguientes estiman que la relación del gasto operativo sobre ventas sea de 9% en promedio anual, incluyendo los gastos generados por las inversiones previstas. La proyección incrementó el peso del gasto operativo futuro en concordancia con el aumento de gasto administrativo que generaría la nueva oficina en Colombia, la cual comenzó a operar en el 2013. Las cifras proyectadas incluyen información consolidada con la subsidiaria de Colombia.

A partir del incremento del margen bruto y la reducción de gastos operativos, el **EBITDA operativo** generado en el 2012 creció en 70% en comparación al del 2011, y ascendió a USD 11.5 MM, superando incluso lo proyectado por la Empresa.



El crecimiento importante del **EBITDA operativo** muestra la capacidad de la Compañía de generar flujos,

en función de sus fortalezas propias y en un mercado con demanda predecible y creciente; sin embargo, y como se puede observar en el comportamiento histórico, el EBITDA es volátil. La volatilidad del EBITDA es una característica en empresas que se desenvuelven en mercados de *commodities*.

Por otra parte, las proyecciones analizadas muestran dos momentos diferentes. En el 2013, se espera un fuerte crecimiento de ventas de 21%, justificado por la expansión en la Región Andina, especialmente en Colombia. Desde el año 2014, la proyección de ventas es moderada (en promedio 8% hasta el 2017); pero, se estima un aumento del margen bruto de 4 puntos porcentuales en este período. Esto se daría a partir de las inversiones realizadas en la planta, así la empresa tendría la capacidad de reducir inventario en proceso importado y reemplazar con producción local; como resultado, disminuirán significativamente los costos de producción de neumáticos tipo radial en los años proyectados.

Las proyecciones para los siguientes años son en general optimistas, con un crecimiento más alto al histórico y más estable a partir del 2014. Esto se justifica con el cambio en la matriz productiva y estructura de costos, antes explicado. La diversificación de las ventas por mercados y por productos permitiría en el futuro atenuar la volatilidad del EBITDA.

El crecimiento de las ventas observado hasta ahora, y que se espera se mantenga en los siguientes años según la proyección, justifica las inversiones realizadas y por realizarse en la planta para la producción de llantas PLT y de Camión Radial, que la Compañía ha hecho desde el año 2010 y que fueron importantes en el 2012.

En relación a los ingresos y egresos no operativos, éstos no han sido significativos, en general han aportado como resultado no operativo neto menos del 1% de las ventas. Los otros ingresos provienen principalmente de contratos de asistencia técnica, intereses ganados, ventas de desperdicio y otras ventas brutas. Al mes de diciembre 2012, el resultado no operativo neto es negativo en USD 460 M.

El peso del gasto financiero sobre las ventas a diciembre 2012 es de 1.91%. Al calcular la relación entre el gasto financiero y el promedio anual de deuda financiera, este índice se ha incrementado en este año, y pasó de 6.73% en dic-2011 a 10.15% en dic-2012. La Compañía mantiene un financiamiento externo de largo plazo con su casa matriz, cuyo costo se ha encarecido por el incremento del ISD. Mientras que, el endeudamiento a través de mercado de valores, ha permitido un manejo de costos financieros más estables y convenientes, en cuanto a tasa y plazo, frente a las opciones de deuda bancaria.

El resultado neto al finalizar el 2012 ascendió a USD 6,322 M, que significa un monto 1.2 veces superior al del año 2011. Los índices de rentabilidad mejoraron significativamente; la rentabilidad sobre patrimonio (ROE) fue 15.70% y sobre activos (ROA) fue 4.84%, los mejores indicadores en los últimos cinco años.

Las perspectivas son positivas, si se considera el potencial de crecimiento de ventas de la Empresa en los mercados externos, con la capacidad actual de incrementar los márgenes a partir de las inversiones realizadas en la planta.

▪ **Estructura del Balance**

ACTIVOS

Los activos totales de Continental Andina ascendieron a USD 134,199 M a diciembre 2012. Los activos líquidos representan el 65% del balance, de los cuales los más importantes por participación son las cuentas por cobrar y los inventarios.

Las cuentas por cobrar ascendieron a USD 39.7 MM, corresponde al 30% del activo total. En general, la cartera de clientes de Continental es diversificada, la empresa mantiene relaciones comerciales de larga trayectoria con la mayor parte de sus clientes, en especial los más grandes. El 54% de la cartera corresponde a cuentas por cobrar a terceros y el 48% son cuentas a relacionadas, que se refiere principalmente a las exportaciones. La cartera vencida ha representado un bajo porcentaje, y a dic-2012 fue cero.

Los días de rotación promedio de la cartera comercial a diciembre 2012 fueron 72 días, la rotación disminuyó en comparación al promedio histórico que ha sido de 85 días. Una rotación más rápida de la cartera responde al cambio en el mix de ventas, y a una, cada vez mayor, participación de las exportaciones. La política de cuentas por cobrar comerciales está dividida por tipo de producto y destino (locales o exportaciones). En llantas de vehículos livianos, la política de crédito es de 30 a 90 días, en llantas de camión se extiende hasta 120 días, y en exportaciones es entre 45 y 60 días. No ha habido un cambio en la política comercial recientemente.

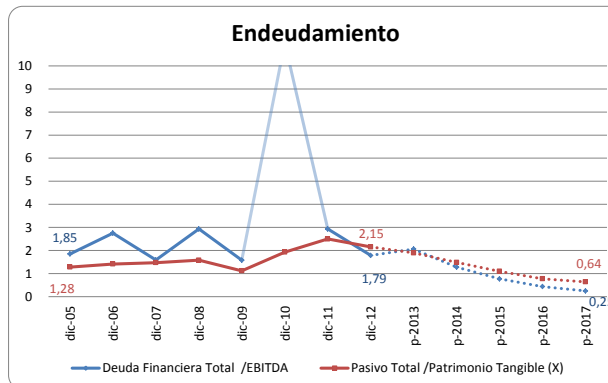
Los inventarios ascendieron a USD 31.8 MM, monto que representa el 23.7% del activo total. Según la información del Emisor, los inventarios de producto terminado son de rápida realización, la materia prima puede ser fácilmente comercializada. En el proceso de fabricación de los neumáticos se utiliza materias primas que en un 95% son importadas.

La rotación de inventarios promedio histórico ha sido alrededor de 83 días. En el 2012, la rotación se aceleró a 64 días, debido al crecimiento de ventas. La empresa estima que en períodos posteriores al 2013 manejará días de inventario similares al promedio histórico.

El activo de largo plazo representa el 35% del activo, su participación en el balance es consistente con la naturaleza industrial de la Compañía. El valor de la Propiedad, Planta y Equipo ascendió a USD 45 MM, y en el último año creció 13%. Las inversiones realizadas en la planta han servido para la adecuación de la misma, para la producción de llantas de camión radial de diferentes tipos, y cumpliendo los estándares de calidad y eficiencia.

Otros activos son menos representativos, destacando la participación de impuestos tanto corrientes como diferidos, son el 7% del activo total a dic-2012.

ENDEUDAMIENTO



El pasivo total de Continental TA financia el 67% del activo. La empresa ha manejado un indicador de deuda sobre capitalización que representa el 48%; es decir, ha mantenido índices de apalancamiento moderados.

Continental se financia principalmente a través de: el pasivo comercial con sus proveedores, deuda bancaria local, emisiones en el mercado de valores y un préstamo de largo plazo con su casa matriz.

En cuanto a la deuda comercial, la Empresa cuenta con financiamiento de proveedores, que en promedio rota en 60 días. A diciembre 2012, la rotación fue de 53 días; debido al incremento en la generación la Administración optó por cancelar parte de la deuda comercial, lo que se tradujo en menos días. Las proyecciones analizadas son conservadoras, y estiman menos días de financiamiento comercial, en promedio 56 días en los próximos años (2013-2017).

La deuda bancaria se mantiene con cuatro instituciones locales, las cuales le dan financiamiento con plazos hasta 180 días; son créditos reprogramables y con líneas de crédito abiertas. También tienen líneas de crédito para capital de trabajo hasta por 36 meses con tabla de amortización. La Empresa es considerada buen riesgo de crédito en el sistema financiero; no obstante, los créditos son respaldados por activos a través de un fideicomiso.

Otra fuente importante de financiamiento ha sido el mercado de valores, donde la Empresa ha tenido una larga participación con éxito en sus procesos de colocación y un reconocido nombre en el mercado. Las últimas emisiones de obligaciones han servido, en alguna medida, para el reemplazo de pasivos e inversión de activos, de forma que la estructura de endeudamiento se ha reprogramado al largo plazo.

Finalmente, Continental cuenta con un préstamo de la casa matriz, Continental AG de Alemania, otorgado en un momento en que la Empresa requirió financiamiento. Este préstamo fue reprogramado en el 2012 a 3 años plazo, de acuerdo a un contrato firmado con la matriz. Debido al costo financiero que representa el pago de

interés de este préstamo sumado el incremento del ISD, a mediano plazo, y a medida que la generación de la Compañía lo facilite, este préstamo sería cancelado.

Otro pasivo de largo plazo importante lo constituyen las provisiones y reserva para jubilación patronal y desahucio. Dada la trayectoria de la empresa y el número de empleados, este pasivo tiene un peso importante (15% del pasivo total) en relación a otras empresas. Según información del Auditor, la Compañía cuenta con estudios actuariales y realiza la provisión en función de ellos.

Además, en esta cuenta se incluye el fondo de ahorro y cesantía de empleados que puede ser retirado hasta en un 25% periódicamente. Este valor se provisionó en el 2012, y está considerado el flujo para el año 2013, en las proyecciones analizadas.

En cuanto a los índices de endeudamiento históricos, estos han sido volátiles, en función de los requerimientos de financiamiento de la Empresa. En los últimos dos años, los indicadores se estabilizan y muestran una tendencia decreciente, en especial en relación a la generación.

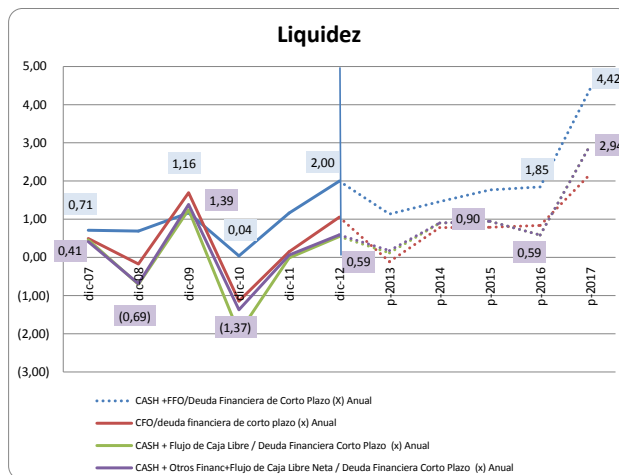
A diciembre 2012, el índice de deuda financiera total sobre el EBITDA fue 1.79. Las proyecciones indican que la Empresa continuaría disminuyendo su nivel de endeudamiento en los próximos años, conforme el EBITDA se incremente a los niveles estimados.

El índice de deuda frente al patrimonio tangible presenta un comportamiento más estable y creciente entre 2009 y 2011, períodos de menor producción de la Compañía; en los que tuvo que financiar, no sólo la disminución de la generación, sino también los efectos económicos de la huelga de trabajadores. En estos años, el patrimonio debió absorber una pérdida de cerca de USD 7 MM; sin embargo, con la generación de utilidades del 2011 y el 2012, la empresa pudo revertir el efecto en el patrimonio y alcanzar un monto de patrimonio superior al que tenían en dic-2008, previo a la huelga.

Las proyecciones reflejan que el nivel de endeudamiento con respecto al patrimonio tangible iría disminuyendo conforme se amortice la deuda actual, y se capitalicen las utilidades, hasta llegar a una relación de 0.64:1 en el 2017. No se espera que se realicen pagos de dividendos en el período 2013-2017.

De acuerdo a información del Emisor, la mayor parte de inversión de activos de largo plazo se ha realizado hasta el 2012, a partir del 2013 las necesidades de financiamiento de CAPEX disminuyen, de manera que las proyecciones muestran una continua disminución de la deuda financieras en los siguientes tres años.

Capacidad de Pago y Liquidez



Los índices de liquidez de Continental al finalizar el 2012 son positivos y con tendencia creciente. El EBITDA operativo cubrió ampliamente el gasto financiero y de impuestos, quedando una generación de fondos operativa (FFO) suficiente para cubrir la variación de capital de trabajo, que fue negativa en USD 4.6 MM.

El flujo de caja operativo (CFO) ascendió a USD 12 MM, frente a una inversión en activos fijos de USD 11.6 MM. Es decir, la generación propia de la Empresa en el 2012 alcanzó a financiar la mayor parte de la inversión realizada en las adecuaciones de la planta.

De esta forma, la Empresa tuvo un flujo de caja libre positivo de USD 47 M, y obtuvo endeudamiento financiero adicional por USD 1.2 MM.

Históricamente, y en especial en los tres últimos años, Continental TA ha mostrado alta volatilidad en sus indicadores de liquidez. A partir del 2012, la Empresa maneja una mayor liquidez que incluso le permitiría cancelar parte de la deuda financiera de corto plazo. A futuro, la Compañía espera tener flujos volátiles según los ciclos propios del negocio, pero en promedio más altos a los históricos.

En general, el riesgo de refinanciamiento en momentos de crecimiento, se mitiga por la percepción de riesgo del Emisor en el sistema financiero y en el mercado de valores. Continental cuenta con líneas de crédito no utilizadas en bancos locales, las mismas que están respaldadas por activos. Además, el Emisor tiene el apoyo financiero de la casa matriz, en caso de ser requerido, como se ha demostrado con el crédito de largo plazo otorgado.

ANALISIS DE LA GARANTIA Y RESGUARDOS

Las emisiones vigentes de Continental Tire Andina en el mercado de valores, tienen garantía general; por tanto, están respaldadas 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,

EMPRESA: CONTINENTAL TIRE ANDINA

(Miles de USD)	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12
RESULTADOS						
Ventas	93.446	103.875	104.068	123.193	197.522	204.574
% crecimiento	15,4%	11,2%	0,2%	18,4%	60,3%	3,6%
Costos	-82.114	-94.296	-90.594	-117.712	-176.212	-179.617
% crecimiento	14,7%	14,8%	-3,9%	29,9%	49,7%	1,9%
MARGEN BRUTO (%)	12,1%	9,2%	12,9%	4,4%	10,8%	12,2%
Otros Ingresos Operativos	0	0	0	0	0	0
% crecimiento	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	7.607	8.077	9.572	276	13.306	22.571
MARGEN EBITDA (%)	8,1%	7,8%	9,2%	0,2%	6,7%	11,0%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	7.607	8.077	9.572	276	13.306	22.571
MARGEN EBITDAR (%)	8,1%	7,8%	9,2%	0,2%	6,7%	11,0%
Cuota leasing del período	0	0	0	0	0	0
Depreciaciones , Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los g	3.439	5.876	6.273	6.694	8.027	10.173
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	4.168	2.201	3.299	-6.418	5.279	12.398
MARGEN EBIT (%)	4,5%	2,1%	3,2%	-5,2%	2,7%	6,1%
Gasto Financiero del período	-1.535	-1.730	-2.425	-1.714	-2.354	-3.910
Gasto Financiero/ Ventas + Otros Ingresos Operativos	1,6%	1,7%	2,3%	1,4%	1,2%	1,9%
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing	11,1%	9,0%	12,5%	7,0%	6,7%	10,2%
Impuestos a la renta	-573	-368	-179	-921	-1.200	-1.706
Impuesto a la Renta Efectivo / Resultado de la Gestión Antes de Impuestos	14,0%	20,1%	9,1%	-12,0%	19,8%	22,2%
Ingresos No Operativos/Resultados Antes de Impuestos y Participaciones	30,9%	60,1%	85,0%	-5,5%	15,7%	4,2%
UTILIDAD NETA	3.516	1.461	1.793	-6.944	2.782	6.322
Resultado neto de la Gestión/Ventas+ Otros Ingresos Operativos	3,8%	1,4%	1,7%	-5,6%	1,4%	3,1%
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	14,4%	4,5%	4,5%	-18,6%	7,7%	15,7%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	5,8%	1,7%	1,9%	-7,5%	2,2%	4,8%
FLUJO DE CAJA A PARTIR DEL RESULTADO NETO (FLUJO UR)						
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización; Provisiones)	6.955	7.337	7.380	-2.111	10.295	16.464
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	-1.388	-7.992	6.339	-10.242	-7.950	-4.664
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	3.412	-9.341	7.621	-18.615	-4.656	93
Inversión en Activos Fijos	-2.155	-8.111	-6.098	-6.262	-6.952	-11.678
Otras Inversiones, Neto	0	-575	0	0	-48	-29
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos no oper	3.412	-9.341	7.621	-18.615	-4.656	93
Variación Neta de Deuda Financiera	-3.600	11.516	-8.506	18.508	5.446	1.269
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	0	0	0	0	0	0
Pago de Dividendos	0	-790	0	-381	0	-45
Otros Financiamientos, Neto	-412	182	1.088	1.101	926	513
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período	-600	1.567	204	613	1.716	1.830
Medidas del Flujo de Caja (cash flow measures) ajustadas según RTCH						
EBITDA OPERATIVO	7.607	8.077	9.572	276	13.306	22.571
(-) Gasto Financiero del período	-1.535	-1.730	-2.425	-1.714	-2.354	-3.910
(-) Impuesto a la renta del período	-573	-368	-179	-921	-1.200	-1.706
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período (ingreso manual diferenciando de total	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	5.499	5.979	6.968	-2.359	9.752	16.955
(-) Variación Capital de Trabajo	-1.388	-7.992	6.339	-10.242	-7.950	-4.664
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	4.111	-2.013	13.307	-12.601	1.801	12.291
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	1.456	1.358	1.677	427	543	337
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	-579	0	0	-796
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	0	-790	0	-381	0	-45
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-2.155	-8.111	-6.098	-6.262	-6.952	-11.678
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	3.412	-10.131	7.621	-18.996	-4.656	47
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	-3.600	11.516	-8.506	18.508	5.446	1.269
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	-412	182	1.088	1.101	926	513
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	-600	1.567	204	613	1.716	1.830
FFO MARGIN (FFO/Ventas)(%)	5,88%	5,76%	6,70%	-1,91%	4,94%	8,29%
(-) cuota leasing del período (ingreso manual - incluido en gastos administrativos)	0	0	0	0	0	0
EBITDAR OPERATIVO (EBITDA+ CUOTA LEASING DEL PERÍODO)	7.607	8.077	9.572	276	13.306	22.571
BALANCE						
Caja e Inversiones Corrientes	410	1.978	2.173	2.786	4.502	6.330
Activos Totales	64.121	99.944	86.254	98.062	127.200	134.199
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye leasing)	8.316	11.572	7.852	11.006	12.266	11.666
Pasivo financiero Largo Plazo	3.763	12.117	7.276	22.591	26.777	28.646
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 (ajustada a leasing)	12.079	23.689	15.128	33.597	39.043	40.312
Pasivos con Proveedores	13.987	20.329	11.945	17.345	33.702	26.498
Otros Pasivos	11.869	16.809	18.272	13.382	17.334	23.994
Pasivos Totales	37.935	60.827	45.345	64.324	90.079	90.804
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	26.186	39.117	40.909	33.738	37.120	43.397
Patrimonio Tangible	25.756	38.506	40.453	33.316	36.040	42.159
Activos restados al Patrimonio para generar patrimonio tangible	430	611	456	422	1.080	1.238
Capitalización ****	38.265	62.806	56.037	67.335	76.163	83.709
Pasivos contingente	0	0	0	3.417	0	0
Pasivos fuera de Balance	0	0	0	0	0	0
GARANTÍA GENERAL						
Activos Pignorados	0	9.261	7.934	25.083	19.471	14.654
Activos diferidos	0	0	0	0	0	0
Inventarios perecibles	0	0	0	0	0	0
Otros activos que deban ser restados	0	0	0	0	0	0
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones	64.121	90.683	78.320	72.979	107.729	119.545
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones Ajustado	64.121	90.683	78.320	72.979	107.729	119.545
Emisión de Obligaciones en Circulación	5.358	11.402	7.485	4.627	8.812	8.912
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x) regulación	0	0	10	16	12	13
Límite Legal para Emitir Obligaciones	51.297	72.546	62.656	58.383	86.183	95.636

EMPRESA: CONTINENTAL TIRE ANDINA

(Miles de USD)	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12
INDICADORES FINANCIEROS						
COBERTURA DEL GASTO FINANCIERO Y LEASING						
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	4,96	4,67	3,95	0,16	5,65	5,77
(EBITDA - Inver.en Act. Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	3,55	-0,02	1,43	-3,49	2,70	2,79
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	4,96	4,67	3,95	0,16	5,65	5,77
FFO/intereses del período (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera	4,58	4,46	3,87	-0,38	5,14	5,34
CFO/intereses del período (CFO INTEREST COVER)	3,68	-0,16	6,49	-6,35	1,77	4,14
FFO/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	4,58	4,46	3,87	-0,38	5,14	5,34
CFO/cargos fijos	2,68	-1,16	5,49	-7,35	0,77	3,14
APALANCAMIENTO						
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual	1,59	2,93	1,58	121,73	2,93	1,79
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x)	1,53	2,69	1,35	111,63	2,60	1,51
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ FFO (x)	2,20	3,96	2,17	-14,24	4,00	2,38
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ Capitalización (%)	32%	38%	27%	50%	51%	48%
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	8%	8%	16%	14%	25%	19%
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Pasivo Total (x)	0,32	0,39	0,33	0,52	0,43	0,44
Pasivo Total NO AJUSTADO/ Patrimonio Tangible (x)	1,47	1,58	1,12	1,93	2,50	2,15
Pasivo Total AJUSTADO/Patrimonio Tangible (X)	1,47	1,58	1,12	1,93	2,50	2,15
Deuda Financiera AJUSTADA/Patrimonio Tangible (X)	0,47	0,62	0,37	1,01	1,08	0,96
porcentaje dividendo pagado en el período/ut del año anterior	0%	54%	-87%	21%	9%	2%
LIQUIDEZ						
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (Ajustada)	0,69	0,49	0,52	0,33	0,31	0,29
FFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0,66	0,52	0,89	-0,21	0,80	1,45
FFO/ Porción Corriente LP (x) Anual	2,03	1,04	1,85	-0,84	2,19	8,06
CASH + FFO/ Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0,71	0,69	1,16	0,04	1,16	2,00
CASH + CFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0,54	(0,00)	1,97	(0,89)	0,51	1,60
CFO/ deuda financiera de corto plazo (x) Anual	0,49	-0,17	1,69	-1,14	0,15	1,05
CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0,46	(0,70)	1,25	(1,98)	(0,01)	0,55
CASH+ Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	1,41	-1,41	2,60	-5,78	-0,03	3,03
CASH + Flujo de Caja Libre NETO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0,41	(0,69)	1,39	(1,37)	0,06	0,59
OTROS INDICES						
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	18.973	23.927	21.289	25.952	33.589	39.310
Liquidez Acida (x)	105%	100%	106%	103%	103%	115%
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales)/ Pasivo Corriente (x)	80%	72%	82%	87%	91%	95%
Activo corriente / Pasivo Total (x)	132%	101%	103%	92%	95%	97%
Patrimonio / Activo Total (x)	41%	39%	47%	34%	29%	32%
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	4	4	5	5	4	5
Días de cuentas por cobrar	101	95	69	79	80	72
Rotación de inventarios (x)	5	4	5	5	5	6
Días de inventarios	77	92	79	77	66	64
Rotación de cuentas por pagar (x)	6	5	8	7	5	7
Días de cuentas por pagar	61	78	47	53	69	53
Rotación Capital de Trabajo	4	4	4	5	5	5
Días de Capital de Trabajo	83	91	85	79	69	79
Días de Ciclo de Operación	(33)	(18)	(17)	(24)	(9)	(4)
Activo corriente / Pasivo corriente	161%	164%	184%	179%	164%	181%

(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.

Ecuador

Entorno Macroeconómico

INTRODUCCION

Durante el primer semestre del 2012, se han observado síntomas de **desaceleración en la economía**, el crecimiento económico mantenido en periodos anteriores empieza a ser más lento, sin que esto signifique que sean situaciones que no puedan ser controladas al momento.

SECTOR REAL

La tendencia del PIB en el primer semestre se muestra menor en aproximadamente 3% al crecimiento del 2011, la expectativa del Gobierno es una desaceleración real de la economía que llegará a 4 % para fines del 2012.

El petróleo continúa siendo el principal motor de la economía y sus ingresos tienen incidencia directa en el consumo. A fines de abril y principios de mayo, se presentó una caída del precio del petróleo ecuatoriano, terminando en USD 84,96 promedio (USD 99.75 a diciembre 2011), esto preocupó al Gobierno que tomó medidas que al final no se han justificado en vista de la recuperación del precio del petróleo.

La inflación a junio (0.14%), tuvo un importante descenso a 5% anual, registrando una de las tasas más bajas del año, contrastando con la de marzo que llegó a 6%. En este comportamiento tuvo que ver los precios de los alimentos, contrariamente a los precios de educación y bebidas alcohólicas que fueron las de mayor crecimiento.

El Mercado Laboral urbano muestran un leve deterioro durante el primer semestre, la tasa de desocupación fue de 5.2%, el subempleo fue de 42.9%. La ocupación total se redujo más en la industria manufacturera y el comercio tuvo un menor número de incorporaciones de nuevos trabajadores.

El salario real mantuvo una posición estable, debido a los menores niveles de inflación que fuera afectado en el primer trimestre del año.

Las tasas de interés referenciales no han registrado cambios en este semestre, conservándose estables y no se esperarían cambios hasta finales de año. La tasa pasiva referencial se mantienen en 4.53% y la tasa activa referencial en 8.17%. Respecto a los segmentos crediticios tampoco registran variaciones en el último trimestre.

SECTOR EXTERNO

La balanza Comercial hasta mayo 2012, presenta un superávit de USD 581 millones, debido a las exportaciones de petróleo ya que de cada tres dólares exportados, dos son del petróleo. El sector no petrolero no corre la misma suerte ya que presentó un déficit de USD 3.700 millones, superior al presentado en el 2011.

Estos resultados han preocupado al Gobierno, que ha tomado medidas restringiendo importaciones para reducir las compras externas de bienes de consumo.

EXPORTACIONES

Hasta mayo 2012 las exportaciones crecieron 12% llegando a USD 10.320 millones. Las exportaciones de Petróleo crecieron 20%, por volumen 7% y por precio 12%, en el caso de las exportaciones no petroleras llegan a USD 3.925 millones, incrementando apenas 1.6%, con una caída del banano, cacao y productos elaborados. Este sector presenta un futuro poco promisorio, en vista de la falta de acuerdos comerciales con los principales países, (ATPDEA y Unión Europea).

IMPORTACIONES.

Hasta mayo 2012 las importaciones sumaron USD 9.378 millones, registrando un incremento de 11%, se observa un menor crecimiento en bienes de consumo en cuanto al volumen respecto al año anterior no así las materias primas y bienes de capital que tienen un incremento.

A mediados de junio el Gobierno dictó medidas para restringir importaciones, fijando cupos alrededor de 100 productos.

SECTOR PÚBLICO.

El Presupuesto General del estado (PGE) a junio registró un superávit de USD 1.263 millones de dólares, influenciado por el alto precio del petróleo cuyas ventas totalizaron USD 3.377 millones, superando en USD 588 millones a las ventas de junio 2011.

PRESUPUESTO GENERAL DEL ESTADO			
	2011	2012	Variación
	ene - jun	ene - jun	2011 - 2012
TOTAL INGRESOS	8,754	11,000	25.7%
Ingresos Tributarios	4,988	6,276	25.8%
Ingresos Petroleros	2,789	3,377	21.1%
Ingresos No Tributarios	528	551	4.4%
Transferencias Corrientes	268	440	64.2%
Otros Ingresos	181	356	96.7%
TOTAL GASTOS	8,382	9,737	16.2%
Gasto Corriente	4,737	5,443	14.9%
Sueldos	2,982	3,302	10.7%
Bienes y Servicios	537	682	27.0%
transferencias Ctes	857	910	6.2%
Intereses	318	486	52.8%
Otros Gtos Corrtes.	43	63	46.5%
Gastos de Capital	3,645	4,294	17.8%
DEFICIT / SUPERAVIT	372	1,263	

Fuente: Ministerio de Finanzas

La recaudación de Impuestos, USD 6.276 millones, representan el 57% del total de ingresos con un crecimiento anual del 25.8%.



Los gastos han mantenido un crecimiento continuo (16% anual) en el primer semestre 2012, totalizando a junio USD 9.737 millones, de éstos el 52% son gastos corrientes correspondientes a sueldos y salarios.

Los gastos de capital también se han incrementado, a junio la inversión pública llegó a USD 4.294 millones, registrando USD 650 millones más que el primer semestre del 2011.

La deuda interna, en mayo registra un saldo de USD 6.033 millones, con un crecimiento del 30% respecto al cierre del 2011.

TRIBUTACION

Conforme a datos del Servicio de Rentas Internas (SRI), a junio 2012, se obtuvo un crecimiento en recaudaciones del 17.5% y a USD 5.752 millones, cumpliendo en 109% la proyección fijada para el primer semestre, este aumento se dio por el Impuesto a la salida de capitales. El impuesto a la renta creció en USD 171 millones, totalizando USD 1.946 millones. El IVA creció en 11.3% o USD 270 millones adicionales, debido al consumo de los primeros meses del año.

El nuevo impuesto a la contaminación vehicular ayudó a recaudar USD 48 millones hasta junio y el impuesto a las botellas plásticas generó USD 6.6 millones.

SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO

En el primer semestre del 2012, se registraron importantes niveles de liquidez, alimentados por un gasto público creciente que incentiva el consumo, sin embargo hay factores que han limitado este crecimiento, como la disminución de las remesas y menor crecimiento de las exportaciones.

La oferta monetaria continúa creciendo hasta junio, pero en menor intensidad a la habitual.

Los depósitos de la banca privada suman USD 18.566 millones, registrando un aumento de USD 283 millones en el último trimestre a un menor ritmo del alcanzado en el primer trimestre del 2012. Este crecimiento ha estado respaldado por mayores captaciones de personas y hogares con USD 661 millones, contrariamente al de las empresas que disminuyeron en USD 361 millones, debido a las obligaciones tributarias y pago de utilidades y dividendos, que generan menor liquidez.

El comportamiento de los depósitos también tuvo una variación, ya que los de cuenta corriente crecieron el primer trimestre y se redujeron para el segundo, teniendo comportamiento contrario los depósitos de ahorro y de plazos.

CARTERA DE CREDITO

Esta creció en USD 721 millones en el segundo trimestre 2012 llegando a USD 14.425 millones, tanto en cartera corporativa como de personas.

La morosidad ha tenido variaciones incrementales pero mantiene niveles aun aceptables.

La Junta Bancaria ha emitido varias regulaciones, con el fin de controlar la concesión de crédito, los mismos que han tenido impacto negativo en los resultados de las Instituciones Financieras.

PERSPECTIVAS 2012

A esta altura del periodo 2012, todas las instituciones, tanto internacionales como locales han revisado sus proyecciones iniciales de crecimiento para abajo, debido a la contracción económica que atraviesan los países desarrollados y que afectan parcialmente nuestra economía.

OTRAS EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO 2012				
	BCE	FITCH	CEPAL	FMI
Estimaciones Iniciales	5,3%	4,8%	5,0%	4,0%
Estimaciones actuales	4,8%	4,0%	4,5%	3,85%

Se esperará que la estrategia de crecimiento económico mediante gasto público soportado por el alto precio del petróleo y el crédito externo, se mantenga durante el 2012.

El precio del petróleo tiene buenas perspectivas pero no tendrá un incremento importante frente al 2011. Existen fondos disponibles adicionales de China y Rusia para proyectos hidroeléctricos.

La desaceleración del PIB al 4%, explica el BCE, por la paralización de la refinería de Esmeraldas durante la mitad del año. El PIB petrolero según estas expectativas crecería en apenas 0.3% en el 2012. El PIB no petrolero se desacelerará de 6.7% en el 2011, a 5.1% en 2012.

Analistas económicos independientes estiman que el PIB petrolero se contraerá más de lo que prevé el Gobierno y coinciden con las expectativas en cuanto al PIB no petrolero.

El crecimiento del PIB no petrolero seguirá siendo empujado por el Consumo de hogares que se esperaba mantenga una tasa de crecimiento menor a la del 2011. De todos modos, siendo el 2012 año de propaganda electoral (elecciones enero 2013), el Gobierno seguirá impulsando este consumo.

Las actividades que se dirigen a los mercados externos tendrán que enfrentar los mayores riesgos, no solo por las perspectivas económicas de dichos mercados sino por el deterioro del entorno operativo interno para las exportaciones en torno a varios factores: crecimiento de los costos internos, una aparente tendencia al fortalecimiento del dólar, el nuevo impuesto del 5% a la salida de divisas y a los fondos que los exportadores mantienen en el exterior y la actitud de las autoridades frente a los principales mercados del Ecuador.

PERSPECTIVAS 2013 – 2015

El estimado del Gobierno para el desempeño económico entre el 2013 y 2015 es de una persistente desaceleración a un limitado crecimiento del 3.3%. Estas expectativas se mantienen aun considerando que los dos principales proyectos de minería metálica en la provincia de Zamora, deberían estar produciendo y exportando en esos años.

El BCE estima que habrá una contracción del PIB petrolero en 2015. El crecimiento del PIB no petrolero se mantendría entre el 3% y el 4%.

El FMI concuerda con las tendencias de crecimiento esperadas.



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 que confirma el interés del Gobierno de controlar el mercado para las empresas privadas es Ley de “Control de Poder de Mercado” que ya está vigente.

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.

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.

	2008	2009	2010	2011	1S12
PB (USD Mill 2000)	24.032	24.119	24.983	26.928	26.227
Inc. PB (Mill.2000)%	7,24	0,36	3,60	7,78	4,80
PB CORRIENTE (Mill USD)	54.208	52.022	57.978	67.427	73.232
Inc. PB CORRIENTE%		-4,03%	11,45%	16,30%	8,61%
Inc. anual oferta y demanda global% (usd 2000)	8,10	-3,60	7,40	5,50	4,90
Inflación Anual %	8,83	4,31	3,33	5,45	5,09
Deuda total del Gobierno / PIB%	25,34	19,67	23,40	21,21	20,35
Deuda externa del Gobierno / PIB%	19,19	14,39	15,22	14,53	14,06
Deuda interna del Gobierno / PIB%	6,15	5,28	8,18	6,68	6,16
Ingreso Sector Público / PIB %	40,70	35,33	39,98	47,76	34,5
Gasto Corriente Gobierno / PIB%	27,20	26,80	29,16	33,88	19,28
Inversión del Gobierno / PIB%	12,91	12,84	12,45	14,90	15,20
Precio del Petróleo / barril USD (ref)	97,70	64,00	84,50	102,46*	84,96

fuentes: Análisis Semanal - 2007 - 1S12 BCE devengado, 2012 registro oficial y proforma PIB

Fuentes: Multienlace, BCE, Análisis Semanal, Revista Cordes, El Comercio; Elaboración BWR.