

Ecuador
EMISION GENERAL DE
OBLIGACIONES

Compañía Ecuatoriana del Caucho S.A. (ERCO)

Calificación

Tipo de Instrumento	Calif. Actual	Calif. Anterior	Ultimo Cambio
Emisión de Obligaciones	AA+	NR	Jun.08

Emisión de Obligaciones	
Monto:	USD 8'000.000
Plazo:	1.440 días (4 años)
Período de gracia:	180 días
Cupón de Interés:	Tasa Pasiva Referencial publicada por el Banco Central del Ecuador (TPR BCE) + 1.75 puntos porcentuales, reajustables cada 90 días
Pago de Interés:	Trimestral
Amortización:	Capital e intereses Trimestral
Modalidad Cálculo Pago:	Capital e intereses Base 360/360
Garantía:	General
Destino de la Emisión:	Inversión en Activos
Calificadora de Riesgos:	BankWatch Ratings S.A.
Agente Estructurador:	Casa de Valores Produvalores S.A.
Agente Colocador:	Casa de Valores Produvalores S.A.
Agente Pagador :	Banco de la Producción S.A. Produbanco
Representante	Global Advise Cia. Ltda.

Contactos

Sebastián Baus P.
(593 2) 222 23 23
Sebastian.baus@bankwatchratings.com

Patricio Baus H
(593 2) 254 83 93
pbbaus@bankwatchratings.com

Perfil

ERCO es una empresa con 53 años de vida en Ecuador siendo sus mayores accionistas Continental Tire NA Inc., General Tire Int. Co., y Empronorte Overseas Inc., quienes mantienen el 57.62 % de participación.

Su actividad está relacionada a la industria automotriz, produciendo neumáticos y comercializando tubos. Tienen un contrato de uso de marca, recepción de información y asistencia técnica de Continental Tire NA Inc y Continental A.G.

Es la única Industria en su tipo en el país y abarca el 38% del mercado PLT (auto y camionetas), y 31.4% en el mercado de camión.

Exporta a varios países en Centro y Sur América.

FECHA COMITE: Junio/27/ 2008

ESTADOS FINANCIEROS A: Abril/30/2008

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACION

El Comité de Calificación de Bankwatch Ratings decidió otorgar la calificación de **AA+** para la emisión descrita; su definición según la Ley de Mercado de Valores es la siguiente:

“Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una muy buena capacidad del pago de 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.”

Esta calificación reconoce las fortalezas de la empresa en cuanto a la calidad profesional de su administración y a su experiencia en el mercado de producción y comercialización de llantas. Así mismo incorpora el posicionamiento de ERCO como líder en el mercado ecuatoriano y su importante crecimiento en el mercado Andino.

Adicionalmente, la calificación refleja el apoyo estratégico y técnico de Continental Tire NA Inc. y Continental AG (Fitch: BBB), cuarto grupo en el negocio de llantas a nivel mundial. La calificación muestra el desempeño histórico positivo de la gestión de ERCO a pesar de la creciente competencia y del comportamiento del precio de las principales materias primas en los mercados internacionales. La utilidad neta de la empresa muestra resultados crecientes gracias a su definida estrategia de mercadeo, los sistemas de gestión de calidad establecidos, además de su sólida red de distribución. El comité también tomó en cuenta el aumento de los gastos financieros de la deuda, debido a requerimientos de capital de trabajo e inversiones en activos fijos para aumentar la capacidad de producción de la empresa, la cual actualmente se encuentra en el 96%.

Estas inversiones han presionado los índices de endeudamiento en el transcurso del 2008. Sin embargo es importante mencionar que en este año la empresa ha logrado reestructurar gran parte de sus pasivos de corto a largo plazo, lo que ha flexibilizado su posición de liquidez.

El alto grado de inversión que refleja esta calificación se sustenta en el análisis histórico estadístico de su gestión financiera y en la influencia mostrada por la empresa para conseguir financiamientos alternos para cubrir desfases temporales de capital de trabajo. Adicionalmente, el comité consideró que el debilitamiento de los indicadores de endeudamiento, es coyuntural debido a la inversión en activos productivos,

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.



los cuales impulsaran los ingresos de la compañía a partir del año 2009.

Por otro lado, esta emisión de obligaciones, cuenta con resguardos puntuales que protegen al inversionista estableciendo niveles máximos de endeudamiento en relación al patrimonio durante la vida de la emisión. Adicionalmente existe el compromiso de la empresa de mantener los niveles de liquidez en al menos los niveles actuales.

■ HECHOS RELEVANTES Y SUBSECUENTES

Al momento de esta calificación, ERCO se encuentra negociando el Contrato Colectivo con el Comité de Empresa, de acuerdo a la Administración, esta negociación se encuentra bastante avanzada y se espera que tenga un costo incremental del 6% en sueldos y salarios, durante los próximos dos años, que es el periodo de duración de este contrato.

De acuerdo a declaraciones de la Administración de la empresa, se mantienen conversaciones con diferentes instituciones del Estado, para determinar los precios referenciales de las llantas importadas, lo cual ayudará a disminuir el contrabando y la competencia desleal en este campo.

Presentación de Cuentas: Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros auditados por la firma Deloitte & Touche para los años 2004, 2005, 2006 y 2007, e interinos para abril 2008, los cuales no presentan salvedades ni limitaciones.

■ ANALISIS ECONOMICO DEL PAIS

Desde que el nuevo gobierno se posicionó en Enero del 2007, las políticas populistas siguen en plena vigencia. Estas han sido diseñadas para dinamizar la economía a través del gasto público (25% del PIB en el 2007, 21.7% en 2006 y 20.1% en 2003), incremento de los salarios, controles de precios y proteccionismo comercial. Sin embargo, de la evaluación realizada por el FMI, se desprende que la economía ecuatoriana en el 2007, creció apenas en 1.8% (0.3% per cápita), muy por debajo de los estimados oficiales y del crecimiento de los otros países de Latinoamérica, que han aprovechado del alza de los precios de las materias primas.

El problema más importante del Ecuador radica en el discurso hostil del gobierno hacia la empresa privada, incluyendo o más bien dicho especialmente hacia el sistema financiero, la cercanía con el régimen del Presidente Venezolano y la incertidumbre respecto de la política económica que se seguirá cuando concluya el tema de la Asamblea y la nueva constitución; momento en el que se definirá la fuerza política de la actual administración. En el mejor de los casos esta situación se concretaría en octubre de este año pero no sería de extrañarse si se prolonga hasta principios del 2009.

■ ANALISIS FODA

FORTALEZAS

- Experiencia y conocimiento del Mercado de fabricación de llantas (53 años).
- Nombre reconocido y alta penetración de marcas.
- Única productora de llantas en el país.
- Cooperación estratégica y asistencia técnica Internacional de parte de sus socios. (Continental Tire AG, cuarto productor mundial).
- Estrategias de mercadeo definidas y sistemas de gestión de calidad (ISO-TS 16949:2002).
- Red de comercialización organizada y repartida a nivel nacional.
- Estructura Financiera consistente con el negocio.
- Buen Gobierno Corporativo.

OPORTUNIDADES

- Sólido crecimiento del mercado automotriz en los últimos años.
- Crecimiento del mercado regional apoyado en devaluación del dólar.
- Control de precios referenciales a las importaciones por parte del Estado.
- Reformas arancelarias permiten reducir costos de insumos importados.

DEBILIDADES

- Alta dependencia en productos importados para su proceso productivo.
- Poco poder de economías de escala en compra de materias primas internacionales, por su nivel de producción.
- Negociación del Contrato Colectivo bi-anual no ayuda al manejo del ambiente laboral.
- Capacidad productiva bordeando el límite.

AMENAZAS

- Fuerte competencia en importación de llantas, en especial de origen asiático.
- Competencia desleal por importadores especulativos.
- Relaciones laborales.
- Subida de precios internacionales de materias primas utilizadas en la producción de llantas.

■ DESCRIPCION DEL EMISOR

La compañía se constituyó y está domiciliada en Cuenca, el 31 de julio de 1955, bajo el nombre de Ecuatorian Rubber Company, con un capital de 24.000.000 de Sucres. En abril 2008, la empresa cuenta con un capital social de USD 16.567M. En 1972 se traduce el nombre a castellano, cumpliendo con un decreto, constando actualmente como Compañía Ecuatoriana del Caucho S.A.. Más tarde se determina como siglas de distinción y manera de expresar su razón social ERCO.

La actividad señalada en su objeto social, es la de fabricación de llantas y artículos conexos. La duración de la empresa será hasta el 31 de diciembre del 2050.



Durante los años 2000 al 2003, ERCO tuvo que afrontar problemas debido a una política comercial no adecuada a la situación de mercado de ese entonces, un limitado portafolio de productos y altos descuentos en ventas que influencio en la rentabilidad de la compañía produciendo una pérdida en el 2003.

En el 2004 se cambia la política comercial aumentando la variedad de productos en base a una segmentación de mercado estructurada creando una posición de marcas, canales de ventas y dando importancia a la inteligencia de mercado, con estudios de participación y segmentación.

ERCO recibe asistencia técnica de uno de los mayores productores de llantas, que ocupa el cuarto puesto a nivel mundial, Continental Tire AG. El contrato de asistencia técnica brinda, la más moderna tecnología en productos y procesos. Los diseños y especificaciones de los productos son los mismos que usa Continental en las plantas alrededor del mundo.

A través del Contrato de Licencia de marcas, ERCO utiliza las marcas "Continental, General y otras" reconocidas a nivel mundial.

ERCO es reconocida en el mercado nacional y extranjero por la calidad de sus productos, la confiabilidad e integridad de la empresa y su valiosa contribución al desarrollo de la industria. Tiene una participación de mercado en llantas de camión del 31.4% y en PLT (auto y camioneta) del 38%. Es la única industria llantera en el País, compitiendo con productos importados, en muchos casos importaciones no idóneas (llantas que no cumplen los requisitos de calidad y seguridad).

Las ventas están dirigidas a tres mercados:

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

Durante el año 2007 el mercado de reposición represento el 48% de las ventas, mientras que equipo original el 14% y exportaciones el 38%. Actualmente la compañía exporta a Venezuela, Colombia, Perú, Chile y otros países en Centroamérica.

ERCO ofrece alrededor de 120 artículos diferentes en siete familias de productos, de los cuales a dic 07 el 98 % es producción nacional y el 2% importado. Sus llantas están dirigidas a autos livianos, camionetas y camiones, en cada uno de estas líneas comercializa las llantas convencionales y radiales, adicionalmente importa tubos y defensas para autos/camionetas y camiones.

Debido a la ampliación que está realizando en su planta industrial, se espera que a partir de julio del 2008 se incremente la producción de 5.800 llantas/día, a 6.400 llantas/día, es decir un crecimiento del 10.3%, especialmente en llantas radiales, que es el nuevo enfoque de requerimientos del mercado. Actualmente la planta trabaja al 96% de su capacidad instalada.

ERCO mantiene una red comercial en las principales ciudades del país y utiliza un sistema de distribución de

Trade level, con la red de ERCO Tires; CONTI Truck y TODA Llanta.

▪ ESTRUCTURA DEL GRUPO

No existe una relación por propiedad pero si comercial con el Grupo Andujar, que es la Holding de varias empresas que realizan la comercialización. Se tiene relación administrativa y comercial con Ercoparts Trading, que se dedica a la importación de llantas. También existe relación administrativa con Globallanta quienes brindan el servicio de comercialización.

Estructura Accionarial			
General Tire Int. Company	USA	31.02%	
Empronorte Overseas Inc.	PAN	15.57%	
Continental Tire NA Inc.	USA	11.03%	
Otros		43.28%	

ESTRUCTURA ADMINISTRATIVA

La compañía cuenta con 882 personas, distribuidas entre:

• Funcionarios	41
• Empleados	175
• Obreros	666
Total	882

ERCO, tiene un Comité de Empresa, donde participan el 63 % de los obreros (más cuatro empleados), y el contrato colectivo es negociado cada dos años.

Internamente funcionan varios Comités de trabajo para atender temas administrativos, de control, comercialización y técnicos. En casi todos los casos, estos se reúnen mensualmente para tratar y evaluar resultados en las diferentes aéreas, a ellos encomendadas.

Directorio:

Presidente	Francisco Rosales Ramos
1er Vicepresidente	Jose F Cuesta Vasconez
2do Vicepresidente	Henry Eljuri Anton
4to Vocal Principal	Wolfgang Holzbach
5to Vocal Principal	Victor Abboud Fayad
6to Vocal Principal	Jorge Eljuri Antón
7mo Vocal Principal	Mauricio Cuesta Mino
8vo Vocal Principal	Andrés Naranjo Moscoso
9no Vocal Principal	Matthias Schoenberg
10mo Vocal Principal	Claudio Patino Ledesma
Vocal Directorio Técnico	Kristijan Bauer

Los miembros del Directorio tienen experiencia en diferentes áreas, que apoyarían a la empresa con sus decisiones. Tres directores principales están directamente relacionados con los socios Continental AG y tienen experiencia en la parte Técnica del negocio de llantas. El Directorio se reúne cuatro veces al año.

La plana Gerencial, quienes son nombrados por el directorio, se compone de:

- Presidente Ejecutivo	Kristijan Bauer
- Vicepresidente Comercial	Fernando Proaño
- Vicepresidente Finanzas	(Vacante)



- Vicepresidente Manufactura David Johnson
- Vicepresidente RR.HH Gustavo Malo

Todos reportan estudios superiores y experiencia en sus respectivas áreas de trabajo por más de 15 años.

El actual Presidente Ejecutivo, se posesionó en julio del 2007 y tiene una carrera importante en diferentes posiciones del grupo Continental, lo cual avalaría su experiencia para el puesto que hoy ocupa.

El Directorio, de acuerdo a los estatutos, es nombrado por la Junta general de Accionistas debiendo ser sus integrantes accionistas de la compañía o delegados de estos. La junta nombra 10 directores principales y sus respectivos suplentes. Actualmente, la Presidencia del Directorio se encuentra encargada al Sr. Jose F. Cuesta como primer Vicepresidente.

RIESGO SECTORIAL

El sector al cual ERCO, dirige sus productos esta relacionado con el sector automotriz. El mismo que ha sido más dinámico a partir del año 2001, cuando las condiciones de mercado se conjugaron, dando lugar a una expansión en las ventas de automotores nuevos; dicho sector incluye: repuestos, combustibles, llantas, lubricantes, talleres y negocios relacionados como seguros, dispositivos de rastreo y financiamiento automotriz. De manera que tiene un fuerte impacto en la economía, liderando el segmento de consumo. La industria automotriz aporta a la generación de valor agregado, a la creación de fuentes de trabajo y a la recaudación fiscal.

Durante 2007, la producción nacional (ensamblaje) de automotores creció 14.5% anual; mientras las importaciones de vehículos decayeron 5.8% en igual período. De acuerdo a la AEADE (Asociación de Empresas Automotrices del Ecuador), en el año 2007 se vendieron 91.778 unidades, de manera que dicho año es el de mayores ventas (record histórico) en el mercado nacional. En Ecuador en promedio hay 13 personas por vehículo, lo cual indica que existe un mercado potencial interesante comparando con otros mercados de Latinoamérica.

En 2007, el 63.64% de la oferta de vehículos fue importada; de acuerdo a datos oficiales de la AEADE; siendo el segmento de automóviles el más importante; pero el de vehículos todo terreno (SUV) el de mayor crecimiento. De acuerdo a estimaciones del sector, dicho comportamiento, así como la tendencia creciente de todo terrenos se revertiría a partir del año 2008, debido al impacto de la nueva normativa para el ICE de vehículos, con una tasa escalonada de entre 5% y 35%.

TIPO DE VEHICULO	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Automóviles	40%	42%	48%	48%	52%	51%	42%
Camionetas	24%	23%	25%	24%	22%	22%	23%
SUV	24%	19%	16%	17%	16%	18%	22%
Vans	3%	4%	4%	4%	3%	2%	2%
Camiones y buses	9%	12%	8%	7%	8%	7%	12%

FUENTE: AEADE

Para el año 2008 se prevé una mayor demanda de vehículos y camionetas de precios inferiores a USD 20M y USD 30M respectivamente; anticipando una reducción

de demanda del 17%. Para los vehículos de lujo en el 2008 se espera una caída en ventas de alrededor del 50%.

En períodos recientes, el mercado observó incrementos en la participación de vehículos de mayor nivel de precios; con la nueva normativa tributaria se esperaba que dicha situación se revierta y aquellos de menores precios obtengan mayores niveles de ventas. De acuerdo a la AEADE, la carga tributaria para este sector llegaría hasta el 87% del valor del vehículo, lo que explicaría el cambio en las preferencias del consumidor.

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

El mercado automotor es muy dinámico, con fuerte competencia entre marcas de todos los orígenes (de ensamblaje nacional o importados) y exigencias de servicios postventa, pues un tema común entre los empresarios del sector automotor, es fortalecer sus operaciones consolidando marcas, solidificando la red de atención y servicio al cliente, que a corto plazo se convertirán en su principal fuente generadora de ingresos¹, especialmente si el sector espera una desaceleración en la colocación de nuevas unidades a futuro.

POSICIONAMIENTO DE LA EMPRESA

En el Mercado de llantas PLT (Autos y camionetas) ERCO participa con el 38.65%, con la siguiente distribución:

- General Tire 26.63%
- Continental 7.64%
- Barum 1.53%
- 5 marcas 2.85%

En este segmento compite con Maxxis, Firestone, Good Year, Kumho y otras con un mercado reducido.

En el Mercado de Camiones, con tres marcas tiene el 31.4% de presencia:

- General Tire 24.9%
- AEOLUS 4.3%
- Continental 2.9%

En este segmento compite especialmente con Good Year, Michelin y otras marcas.

Segmentación del mercado de llantas ERCO²

El mercado de llantas está dividido 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 (Comercial Vehicles Tires).

¹ <http://www.aeade.net/cifras.htm>
² ERCO – Informe de Marketing



De acuerdo a la estrategia de mercadeo de ERCO, cada uno de estos segmentos está dividido en sub segmentos de mercado. Las diferentes marcas del mercado tienen un segmento específico de acuerdo a cuatro categorías:

Premium, segmento donde se encuentran los consumidores propietarios de vehículos de alta gama, buscan imagen y el mejor desempeño y tecnología en sus neumáticos.

Value Best, segmento de valor donde el consumidor busca marcas reconocidas por su calidad y buen desempeño

Value Better, segmento de valor donde el consumidor busca excelente costo beneficio, aquí se encuentra el denominado “comprador inteligente” quien siempre busca que reciba más de lo que pagó por el producto.

Budget, segmento de economía, donde el precio del producto es más importante que cualquier otra variable.

Su posicionamiento de precios está de acuerdo a estas cuatro categorías, utilizando como base a la categoría Value Best.

Estructura de comercialización

La distribución se lo realiza a través de tres canales: la Red de Distribución, Hipermercados y Car Dealers.

El principal canal es la Red de Distribución Ecuatoriana a través de la cual se realiza el 90% de las ventas de reposición.

La red de distribución maneja un concepto de “Trade Level”, a través del cual se logra una especialización en el canal acorde con el mercado y sus necesidades:

Los ERCO TIRES, son centros integrales de servicios que ofrece gran variedad de marcas y facilidades de pago.

Los CONTI TRUCK CENTERS, son centros especializados en camiones.

Los TODA LLANTA, son puntos livianos de servicio cuyo objetivo es generar una mayor cobertura.

Estrategias de Mercado²

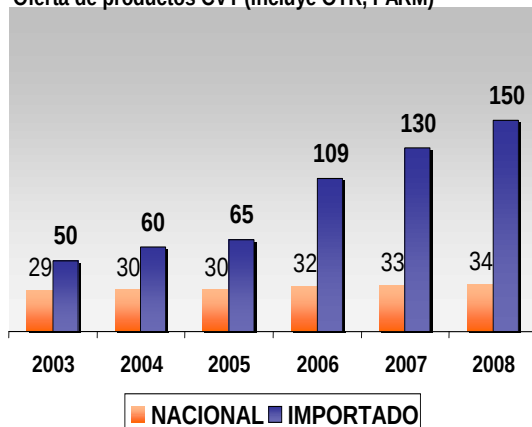
ERCO se ha enfocado en mantener una amplia gama de productos que satisfaga todas las necesidades del mercado. Para lograr esto su política menciona que se deben importar todas aquellas medidas de neumáticos que no se producen en planta. Así, en el año 2003 el portafolio incluía 34 ítems de producción nacional y 80 ítems importados en el segmento de PLT o liviano mientras en el año 2008 se pasó a tener 70 ítems en producción nacional y 220 en importado. En el segmento de camiones, en el 2003 el portafolio incluía 29 productos de producción nacional y 50 importados

mientras en la actualidad se tiene 34 medidas de producción nacional y 150 importadas.

Oferta de productos PLT



Oferta de productos CVT (Incluye OTR, FARM)



Fuente: ERCO – Estrategia de Mercado

En el año 2003 ERCO competía solamente con la marca General Tire y en menor escala con la marca Continental, mientras que ahora se ofrece un abanico de marcas cada una con un posicionamiento definido y enfocada en un segmento específico de mercado.

Una de las estrategias más importantes de ERCO es la consolidación como proveedores de las ensambladoras de vehículos de la Región Andina como son General Motos, Aymesa y Maresa, donde la participación es muy fuerte sobre todo en el Ecuador (75% GM, 100% Aymesa, 70% Maresa).

■ GESTION OPERATIVA

En los últimos 3 años ERCO ha logrado un aumento promedio de sus ventas de 14%, siendo que al cierre del 2007 obtuvo un sólido crecimiento del 15.4% influenciado por un dinámico incremento del segmento exportación. La devaluación del dólar ha sido esencial para mejorar la competitividad y obtener un buen posicionamiento en las ventas de la región (Colombia, Venezuela, Perú y Chile). De esta manera el crecimiento de este segmento en unidades fue del 27% mientras que en ventas representó el 36%. En lo que va del año 2008, este crecimiento se ha visto limitado por la capacidad de



producción de la empresa que está cerca del 100%, sin embargo, expansiones y nueva maquinaria permitirán que a julio la producción se pueda aumentar en promedio 600 unidades por día. Esta expansión, principalmente en el segmento de camioneta radial, será el motor para que en el segundo semestre las ventas alcancen los niveles proyectados con un incremento del 10%.

El crecimiento del costo de ventas ha mostrado una proporción normal y constante con los ingresos por ventas, siendo que el margen bruto ha mantenido un promedio en los últimos cuatro años de 12%. Hasta abril del 2008 observamos una ligera disminución de dicha relación a 11% debido al continuo incremento en los precios de las principales materias primas. Es importante mencionar que gran parte de las materias primas está ligada a precios del petróleo por lo que podríamos esperar una mayor contracción del margen bruto en el futuro debido a que el mercado de llantas es de alta competencia y si bien el alza es para todos los participantes, es complicado transferir este costo al mercado inmediatamente.

Los gastos operacionales se han disminuido como proporción de las ventas siendo que en el 2004 esta relación representaba el 10.3% mientras que para el 2007 se redujo hasta 7%. Esto se debe principalmente al proceso de reducción y control de gastos (PIP) iniciado por la administración en el año 2005. Por su parte los gastos de comercialización como proporción a las ventas también demuestran una mejora en el tiempo siendo que en el 2004 esta relación representa el 5.6% mientras que en el 2007 representa el 4.1%. Esto ha permitido que en los últimos cuatro años, a excepción del 2004 el resultado operativo se mantenga sobre el 4% como proporción de las ventas. En el 2004 este indicador alcanzaba 1.7% debido a que la empresa salía de un año de pérdidas e iniciaba un proceso de reestructuración de su política comercial. Así, al cierre del 2007 el resultado operativo llegó hasta USD 4.784M representando un crecimiento del 43% con respecto al año anterior.

El peso del gasto financiero se ha incrementado paulatinamente llegando a USD 1.535M en el 2007, constituyendo el 1.6% de las ventas mientras que este indicador al 2004 representaba solo el 0.9%. El incremento en dicho rubro se explica por el aumento de endeudamiento debido al alto requerimiento de capital de trabajo y las inversiones en pos de aumentar la capacidad de producción de la empresa.

Es importante mencionar que en el 2007 la empresa tuvo un ingreso no operacional de USD1.124M en gran parte influenciado por comisiones recibidas por contratos de asistencia técnica, venta de un terreno y ventas de desperdicios. Este ingreso permitió un crecimiento del 83% de la utilidad neta.

La utilidad neta en el 2007 alcanzó USD 3.516M, la más alta observada por la empresa, y como se mencionó anteriormente, en parte explicada por el ingreso no operacional. Vale la pena mencionar que de este ingreso no operacional, USD 404M representan venta de activo fijo el cual es un ingreso no recurrente. Sin embargo, de no haberse dado este evento extraordinario, el

crecimiento de la utilidad hubiera alcanzado un sólido 62% con relación al 2006.

■ ESTRUCTURA DEL BALANCE

Al cierre del 2007, ERCO cuenta con activos por USD 64.121M de los cuales cuentas por cobrar (38%), inventarios (27%) y propiedades (21%) son los más representativos.

Es importante mencionar que el peso de los activos fijos (propiedades) en el balance no es sustancial como podría esperarse de una industria debido a que su maquinaria está fuertemente depreciada. La maquinaria para la elaboración de llantas tiene un extenso uso de vida y puede ser reajustada para continuar produciendo. Por esta razón ERCO ha utilizado varias maquinas usadas de las fabricas alrededor del mundo de su casa matriz, adecuándolas a sus necesidades locales y obteniendo eficientes resultados en los procesos.

En marzo de 2008 la empresa constituye un fideicomiso en garantía como respaldo de préstamos con Produbanco y la Corporación Interamericana de Inversiones miembro del grupo BID (Banco Interamericano de Desarrollo). Los bienes que forman parte del fideicomiso salen de activos fijos e ingresan en la cuenta Derechos Fiduciarios por un monto de USD 9.024M al 30 de abril del 2008. Es importante mencionar que dicho préstamo con la Corporación Interamericana de Inversiones cuenta con una limitación de endeudamiento de ERCO con sus empresas relacionadas.

En el 2007, el activo está financiado en 41% por patrimonio y 59% por pasivo. Dentro de la estructura del pasivo, en el 2007, el 22% (USD 8.316M) corresponden a obligaciones financieras de corto plazo, mientras que las obligaciones financieras de largo plazo representan el 10% (USD 3.763M). Vale la pena destacar que en el 2008 la empresa se ha esforzado en cambiar la estructura de financiamiento de corto a largo plazo, gracias a líneas de crédito de entidades multilaterales del exterior. Así en abril del 2008 el peso de las obligaciones financieras a corto plazo representan el 13% (USD 5.740M) de los pasivos mientras que las obligaciones financieras de largo plazo corresponden al 21% (USD9.225M).

Las cuentas del activo que tienen mayores demandas de financiamiento son: cuentas por cobrar, inventarios e inversiones en activos fijos.

Las cuentas por cobrar son fundamentalmente comerciales y al 2007 se dividen en clientes locales que representan el 56% (USD13.710) del total de cuentas por cobrar, clientes del exterior con 44% (USD11.435M) y clientes refinanciados con 4% (USD990M). En el mercado nacional las cuentas pueden ser financiadas por 30-60-90 días para todos los productos con excepción de Camión Bias que puede financiarse hasta 120 días, mientras que en el mercado de exportación se financia hasta 90 días para todos los productos. El promedio de cuentas por cobrar está entre 100 y 115 días. La cobertura vía provisión para cuentas dudosas en el 2007 alcanzó USD1.754M, sin embargo como proporción del



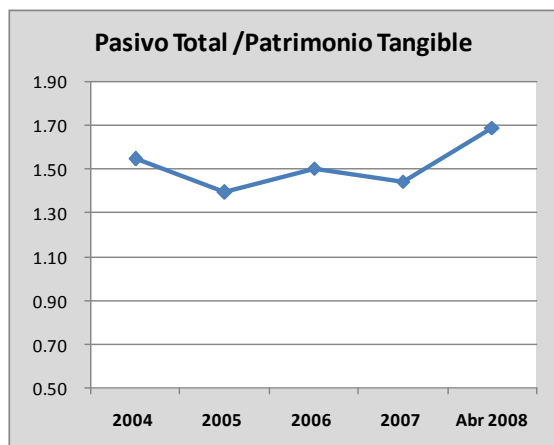
total de cuentas por cobrar se redujo del 9.3% en el 2004 al 5.9% en diciembre del 2007. La empresa considera como cuentas dudosas a aquellos clientes que tengan cartera en mora mayor a 360 días. Actualmente el valor de cuentas dudosas asciende a USD 1.373M, los cuales corresponden a clientes de más de 4 años.

Por otro lado, existe una cuenta por cobrar con empresas relacionadas de USD4.044M, originada en la comercialización de llantas. La mayor parte de esta deuda corresponde a Ercoparts Trading (USD 3.712M) y está respaldada con pagarés (renovables) a 180 días con una tasa de intereses del 10%.

La empresa mantiene inventarios para 75 días y la rotación a abril-08 es de 5 veces. En el período se observa un crecimiento significativo del inventario en proporción a las ventas (49%), el mismo que se explica por el incremento de los costos de materia prima ya que dichos costos no pueden ser transferidos en su totalidad al precio.

ENDEUDAMIENTO

ERCO ha mantenido un saludable nivel de endeudamiento en los últimos cuatro años en promedio de 1.47 veces su patrimonio; sin embargo, para abril-08 el indicador sube hasta 1.69 veces (no incluye USD8.000M de nueva emisión). Esto ocurre debido a los mayores requerimientos de capital de trabajo de la empresa como consecuencia de incrementos en materia prima y por transferencias de fondos a empresas relacionadas. El endeudamiento también se aumenta para el financiamiento de activos fijos relacionados a las necesidades de expansión para aumentar la producción. Adicionalmente, la inversión en el nuevo proyecto de "Camión radial" financiado por la emisión de obligaciones presionará los indicadores de endeudamiento. BankWatch Ratings monitoreará dicho indicador en el futuro ya que niveles de apalancamiento cercanos a 2 veces el patrimonio es considerado apretado para el tipo de empresa como ERCO. El indicador de capitalización (deuda total / capitalización) se ha mantenido estable alrededor del 36%, el cual consideramos adecuado.



Es importante mencionar que al cierre del 2007 el 36% de las obligaciones financieras estaban representadas por

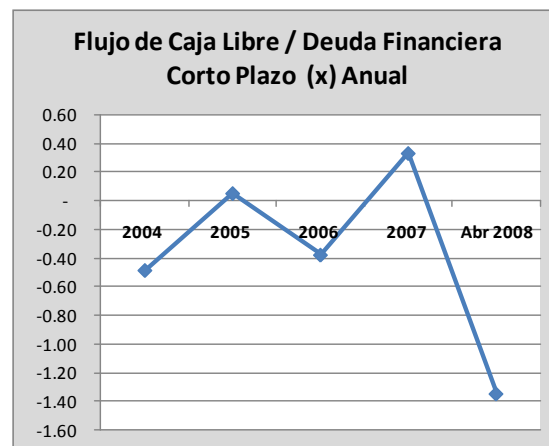
emisión de obligaciones mientras que el 64% estaba representado por el sistema financiero.

El patrimonio de los accionistas ha crecido en los últimos tres años en promedio 11.5% explicado por la capitalización de la totalidad de las utilidades a excepción del 2007 año en el que se decidió repartir USD791M como dividendos, que representa el 22% del total de utilidades. El fortalecimiento subsecuente del patrimonio dependerá de las políticas de dividendos que se adopten, las cuales deberían ser conservadoras en vista del incremento del índice de endeudamiento, anteriormente indicado.

CAPACIDAD DE PAGO Y LIQUIDEZ

La operación de la empresa cubre los gastos financieros pero requiere de financiamiento externo para su capital de trabajo y sus inversiones.

Desde el 2004 la empresa ha tenido la capacidad de generar un flujo de fondos operativo positivo, lo cual ha permitido cubrir las variaciones de capital de trabajo en casi todos los años. En el año 2006 el flujo de fondos operativo no fue suficiente para cubrir las necesidades de capital de trabajo ya que estas aumentaron por los incrementos de precios en las materias primas y las transferencias de fondos a empresas relacionadas. Estas necesidades de capital de trabajo más las inversiones en activos fijos fueron financiados por terceros. En el año 2007 el flujo de caja operativo cubre las variaciones en el capital de trabajo y las inversiones en activos fijos dejando un flujo de caja libre para el pago de obligaciones que representa el 33% de la deuda financiera del corto plazo y el 102% de la porción corriente de la deuda. Estos indicadores al 2008 han decrecido debido a la limitación en las ventas por la capacidad de producción que se espera ampliar en el segundo semestre.

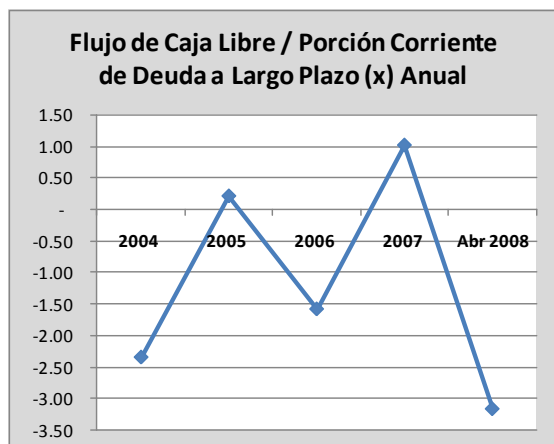


Por otro lado, podemos observar un incremento sustancial en el 2007 de las cuentas por pagar a proveedores del exterior, lo que ha ayudado la posición de liquidez de la compañía.

Vale la pena destacar que la negociación obtenida con entidades multilaterales para el acceso a préstamos a largo plazo ayudará a la liquidez de la empresa. Así el



indicador de deuda corto plazo / deuda financiera total se reduce de 68.8% en el 2007 a 38.3% en abril 2008.



PROYECCIONES Y FLUJO DE CAJA

Las proyecciones presentadas por ERCO, han sido desarrolladas, principalmente, en base al crecimiento de las nuevas instalaciones y en general guardan consistencia con las cifras estadísticas, consideramos que éstas bajo los parámetros descritos son realizables.

El crecimiento fuerte de la empresa en producción y ventas, se genera a partir del 2009, cuando la expansión planificada para llantas radiales de camión, entren en la producción, manteniendo un crecimiento porcentual de aproximadamente 23% promedio anual.

En las otras variedades de camioneta radial y pasajero radial el incremento esperado esta en el 9% promedio.

Las llantas convencionales (bias), van declinando la producción, en vista de las tendencias del mercado.

Las proyecciones indican una distribución, más o menos constante del 49% en el mercado de exportaciones y en el mercado Nacional: 33% en reposiciones y 18% mercado original.

En general las proyecciones dan un 9.4% de crecimiento en llantas en el 2009, que es el primer año de expansión y 7% para los años siguientes. Las ventas con los ajustes de precios planificados tendrían 17.6% de aumento en 2009 y aproximadamente 7% anual en los años proyectados.

Las utilidades en las proyecciones están planificadas capitalizarse en el 2008 y 2009, para que a partir del 2010, se repartan USD 1.000, anual.

ANÁLISIS DE LA GARANTÍA Y RESGUARDOS

ANÁLISIS DE GARANTÍA

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

ACTIVOS	Activos Abril 08	Activos Gravados	Derechos Fiduciarios	Activos Garantía General	Emisiones en circulación	Activos Esenciales
Activo Corriente	54,454			49,554		
Cuentas por cobrar	28,950			28,950		8,000
Inventarios	15,945	4,900		11,045		
Activo no corriente	16,010			6,350		
Activo Fijo	6,505			5,869		
Terreno	64		210	64		
Edificio	815		968	300		
Maquinaria	15,071	635	5,550	2,949		
Herramientas	113			49		
Muebles	3,208			879		
Vehículos	592			178		
Proyectos en curso	1,450		2,297	1,450		
Depreciación	-14,808					
Otros	481			481		
Derechos fiduciarios	9,024					
Emisiones en					13,375	
Corto plazo					2,150	
Largo plazo					11,225	
ACTIVO TOTAL	70,464	5,535	9,025	55,904	13,375	8,000

Garantía / Emisión	4.2 veces
Emisión / Activos Esenciales	1 veces

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

A abril-08 los activos totales de la empresa suman USD 70.464M. De este valor, USD 14.560M son activos pignorados (incluye USD9.024M de fideicomiso en garantía constituidos con activos fijos). En circulación en el mercado tienen emisiones vigentes a largo plazo por USD 3.225M y a corto plazo USD 2.150M, más la emisión propuesta de USD 8.000M. Los valores en circulación ascienden a USD13.375M.

Las emisiones, incluyendo la nueva para el proyecto “Camión radial”, representarían el 24% de los activos susceptibles de constituirse en garantía general, lo que representa una cobertura de 4.2 veces.

Son activos esenciales para esta emisión de obligaciones de acuerdo a la resolución de su Junta General de Accionistas realizada el 12 de mayo del 2008, cuentas por cobrar de ERCO, cuyo saldo contable será equivalente al monto de la emisión, y se mantendrá hasta la redención total de la misma.

RESGUARDOS

De acuerdo a la escritura pública de la emisión de obligaciones, la compañía ha establecido para la emisión de obligaciones los resguardos de ley. Adicionalmente, la Compañía estableció el siguiente resguardo:

Índice de endeudamiento neto máximo: **1.9 : 1**

Para el cálculo de este índice se considerará todos los pasivos en el numerador y en el denominador el patrimonio menos activos intangibles y diferidos.

Este compromiso, consta expresamente recogido dentro de la escritura pública del Contrato de Emisión de



Obligaciones, así como también en el Prospecto de Oferta Pública.

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

La compañía ha realizado tres emisiones generales desde el año 1996, mismas que han tenido buena demanda y han sido colocadas fácilmente. Los inversionistas

principales de estas emisiones fueron Casas de Valores, Instituciones Financieras y el Seguro Social. ERCO ha cumplido sus obligaciones en tiempo y forma y la experiencia en el Mercado de Valores ha sido satisfactoria.

El mercado ecuatoriano aún no ha alcanzado la dinámica que amerite un análisis específico del posicionamiento del valor en el mercado ni de su presencia bursátil, en todo caso, es la calificación de riesgo la que influye en la liquidez del papel en el mercado y no al contrario



COMPANIA ECUATORIANA DEL CAUCHO S.A. (ERCO)

	Dec-04	Dec-05	Dec-06	Dec-07	Apr-08
RESULTADOS					
Ventas	63,120	73,580	80,956	93,446	32,345
% crecimiento	16.6%	10.0%	15.4%	3.8%	
MARGEN BRUTO (%)	12%	13%	12%	12%	11%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	3,977	5,851	6,100	7,322	2,258
MARGEN EBITDA (%)	6.3%	8.0%	7.5%	7.8%	7.0%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	3,977	5,851	6,100	7,322	2,258
MARGEN EBITDAR (%)	6.3%	8.0%	7.5%	7.8%	7.0%
Cuota leasing del período	0	0	0	0	0
Depreciaciones , Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los gastos o	2,953	2,668	3,069	3,154	1,058
EBIT (incluye en gastos administrativos participación empleados)	1,024	3,183	3,031	4,168	1,200
Gasto Financiero del período	-583	-740	-1,190	-1,535	-558
Impuestos a la renta	-67	-311	-317	-573	-191
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing)	10.6%	6.8%	9.0%	11.1%	12.4%
UTILIDAD NETA	170	1,821	1,918	3,516	765
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	1.8%	9.2%	8.8%	14.4%	8.8%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	0.7%	3.7%	3.6%	5.8%	3.4%
FLUJO DE CAJA					
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización, Provisiones)	3,123	4,489	4,987	6,670	1,823
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	-4,815	-2,683	-6,008	-1,748	-936
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	-1,692	1,806	-1,021	4,922	887
Inversión en Activos Fijos	-2,275	-1,319	-3,298	-2,155	-2,672
Otras Inversiones, Neto	-71	-20	83	233	3
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos no operativos)	-4,038	467	-4,236	3,000	-1,782
Variación Neta de Deuda Financiera	3,849	-108	4,830	-3,600	2,886
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	0	0	0	0	0
Pago de Dividendos	0	0	0	0	-791
Otros Financiamientos, Neto	0	0	0	0	0
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Periodo	-189	359	594	-600	313
FLUJO DE CAJA (Ajustado FITCH)					
EBITDA OPERATIVO	3,977	5,851	6,100	7,322	2,258
(-) Gasto Financiero del período	-583	-740	-1,190	-1,535	-558
(-) Impuesto a la renta del período	-67	-311	-317	-573	-191
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	3,327	4,800	4,593	5,214	1,509
(-) Variación Capital de Trabajo	-4,815	-2,683	-6,008	-1,748	-936
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	-1,488	2,117	-1,415	3,466	573
(+) Ingresos no operativos que impliquen flujo	433	247	407	332	125
(-) Egresos no operativos que impliquen flujo	-637	-558	-13	1,124	189
(-) Dividendos totales pagados a los accionistas en el período	0	0	0	0	-791
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-2,275	-1,319	-3,298	-2,155	-2,672
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-3,967	487	-4,319	2,767	-2,576
FFO MARGIN (FFO / ventas)(%)	5.27%	6.52%	5.67%	5.58%	4.67%
Cuota leasing del período	0	0	0	0	0
EBITDAR OPERATIVO (EBITDA + CUOTA LEASING DEL PERÍODO)	3,977	5,851	6,100	7,322	2,258
BALANCE					
Caja e Inversiones Corrientes	166	539	1,010	410	762
Activos Totales	48,211	49,689	56,727	64,121	70,464
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye leasing)	8,139	8,915	11,300	8,316	5,740
Pasivo financiero Largo Plazo	2,818	1,934	4,379	3,763	9,225
Financiamiento Leasing	0	0	0	0	0
Obligaciones Financieras Total (ajustada a leasing)	10,957	10,849	15,679	12,079	14,965
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	18,931	20,752	22,670	26,186	26,162
Capitalización ****	29,888	31,601	38,349	38,265	41,127
Pasivos contingente	0	0	0	0	0
ACTIVO PIGNORADO	8,532	7,169	9,129	7,354	5,535
Derechos Fiduciarios	0	0	0	0	9,024
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones	39,679	42,520	47,598	56,767	55,905
Emisión de Obligaciones en Circulación	0	0	1,967	5,358	13,375 [§]
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x)	0	0	24	11	4
Límite Legal para Emitir Obligaciones	31,743	34,016	38,078	45,414	44,724

(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.

§ Incluye USD8.000M de la nueva emisión.



COMPANIA ECUATORIANA DEL CAUCHO S.A. (ERCO)

	Dec-04	Dec-05	Dec-06	Dec-07	Apr-08
INDICADORES FINANCIEROS					
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	6.82	7.91	5.13	4.77	4.05
(EBITDA - Inver.en Activo Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	2.92	6.12	2.35	3.37	-0.74
EBITDAR / cargos fijos (intereses y cuota leasing del período)	6.82	7.91	5.13	4.77	4.05
Deuda Financiera Total / EBITDA o EBITDAR (x) Anual	2.76	1.85	2.57	1.65	2.21
Deuda Financiera Neta / EBITDA o EBITDAR (x) Anual	2.71	1.76	2.40	1.59	2.10
Deuda Financiera Total (ajustada a leasing) / FFO (x)	3.29	2.26	3.41	2.32	3.30
(FCF) Flujo de caja libre/ deuda financiera total (ajustada al leasing) (%)	-36%	4%	-28%	23%	-52%
Deuda Financiera Total ajustada leasing / Capitalización (%)	37%	34%	41%	32%	36%
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	12%	14%	6%	8%	6%
Deuda Financiera Total ajustada leasing / Pasivo Total (%)	37%	37%	46%	32%	34%
Pasivo Total NO ajustada leasing / Patrimonio (x)	1.55	1.39	1.50	1.45	1.69
Pasivo Total NO ajustado leasing / Patrimonio Tangible (x)	1.55	1.39	1.50	1.45	1.69
Pasivo Total ajustado leasing / Patrimonio (x)	1.55	1.39	1.50	1.45	1.69
Pasivo Total ajustado leasing / Patrimonio Tangible	1.55	1.39	1.50	1.45	1.69
LIQUIDEZ					
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (ajustado a leasing)	74.3%	82.2%	72.1%	68.8%	38.4%
Caja e Inv. Corrientes / Deuda Financiera Corto Plazo (incluyendo cuota leasing)	2.0%	6.0%	8.9%	4.9%	13.3%
FFO / intereses del período (FFO/interest cover)	670.7%	748.6%	486.0%	439.7%	370.6%
CFO / intereses del período (CFO/interest cover)	-155.2%	386.1%	-18.9%	325.8%	202.8%
FFO / cargos fijos (intereses periodo+cuota leasing)	670.7%	748.6%	486.0%	439.7%	370.6%
CFO / cargos fijos	-255.2%	286.1%	-118.9%	225.8%	102.8%
FFO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.41	0.54	0.41	0.63	0.79
CFO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0.18	0.24	-0.13	0.42	0.30
FFO / Porción Corriente LP (x) Anual	0.99	1.05	0.84	1.60	1.67
CFO / Porción Corriente LP (x) Anual	-0.44	0.46	-0.26	1.06	0.64
EBITDAR / (Deuda Financiera Corto Plazo + Cuota leasing período) (x) Anual	0.49	0.66	0.54	0.88	1.18
EBITDAR / (Deuda Financiera Corto Plazo + Cuota leasing período + Gasto financiero período)	0.53	0.72	0.60	1.08	1.67
EBITDAR / (Porción Corriente Deuda LP + Cuota leasing + Gastos Financieros) (x) Anual	1.01	1.10	0.92	1.53	1.55
Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0.49	0.05	-0.38	0.33	-1.35
Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	-2.36	0.21	-1.59	1.02	-3.18
OTROS INDICES					
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	8,992	11,461	15,073	18,973	22,790
Liquidez Acida (x)	0.87	0.96	1.04	1.05	1.22
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales) / Pasivo Corriente (x)	0.73	0.78	0.80	0.80	0.94
Activo corriente / Pasivo Total (x)	1.13	1.25	1.24	1.32	1.23
Patrimonio / Activo Total (x)	0.39	0.42	0.40	0.41	0.37
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	3	4	4	4	3
Días de cuentas por cobrar	110	101	99	101	114
Rotación de inventarios (x)	5	5	5	5	5
Días de inventarios	79	71	71	77	68
Rotación de cuentas por pagar (x)	5	7	8	6	5
Días de cuentas por pagar	69	51	42	61	72
Rotación Capital de Trabajo	6	6	5	4	4
Días de Capital de Trabajo	58	64	76	83	95
Días de Ciclo de Operación	-62	-58	-52	-33	-14

(x) Índice expresado en número de veces