

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	A+	AA+	Ene.09

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 con Continental Tire NA Inc y Continental A.G. Es la única Industria en su tipo (productora) en el país y abarca el 38% del mercado PLT (auto y camionetas), y 31% en el mercado de camión. ERCO exporta a varios países en Centro y Sur América que representa alrededor del 35% de sus ventas.

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACION

El Comité de Calificación de Bankwatch Ratings decidió reducir la calificación de AA+ para la emisión descrita en los términos originalmente pactados, a A+ cuya definición según la Ley de Mercado de Valores es la siguiente:

“Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una buena capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, pero que es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía.”

La baja de calificación está fundamentada en el cambio sustancial en los indicadores financieros en comparación con aquellos presentados a la fecha inicial de análisis (abril 08) y a las proyecciones de la empresa. Varios factores externos han afectado los indicadores de liquidez y capacidad de pago de la empresa durante este periodo. La apreciación del dólar a partir del segundo trimestre limitó su crecimiento en el segmento de exportación, los altos costos de la materia prima redujeron los márgenes y el resultado de las fuertes inversiones durante el año, se verán reflejadas en el 2009. El deterioro de los indicadores podría revertirse en el primer semestre del 2009 tomando en cuenta que los factores antes mencionados a la fecha ya se han restituido parcialmente y que la nueva maquinaria estará aumentando la capacidad de producción.

Los factores antes descritos, condujeron al incumplimiento del resguardo adicional a los de ley, establecido en el acta de emisión de obligaciones. Dicho resguardo, limitaba a la empresa a un endeudamiento máximo sobre patrimonio tangible de 1.90:1 incluyendo la emisión de obligaciones, con lo cual, se protegía al inversionista de la vulnerabilidad de la empresa ante circunstancias adversas, resguardando especialmente su capacidad de pago en relación a los pasivos. A la fecha, la empresa mantiene un endeudamiento sobre patrimonio tangible de 2.24:1 y de acuerdo a la gerencia, se estima que este endeudamiento aumente hasta el primer trimestre del 2009, para cubrir capital de trabajo.

Como se expone anteriormente, los flujos mermados por unas utilidades que en términos anualizados representan el 50% de las del 2007, y mayores requerimientos para inventarios fueron financiados por deuda de corto plazo. El flujo operativo sobre la deuda financiera de corto plazo pasa de 0.45 veces en dic-07, y 1.47 veces en abril-08 y a 0.01 veces en octubre-08; el flujo operativo

FECHA COMITE: Enero/08/ 2009

ESTADOS FINANCIEROS A: Octubre/31/2008

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.



sobre la porción corriente de la deuda financiera a largo plazo que en dic-07 y abril-08 fue de 1.15 veces y 3.11 veces respectivamente, a octubre-08 es de 0.02 veces. Esto implica que tanto la deuda de corto plazo como la porción corriente, tendrá que ser refinanciada y por lo tanto dependerá de la voluntad y disponibilidad de los acreedores y/o del sistema financiero.

La empresa tiene en estudio varias alternativas como aumento de líneas de crédito a corto plazo con el sistema financiero y “factoring” de cuentas por cobrar a Venezuela a través de la CFN. Sin embargo, consideramos que se mantiene como un reto para la administración manejar los altos requerimientos de capital de trabajo e inversiones en un año de elecciones y en un ambiente de crisis global y local.

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 participación en el mercado Andino.

En general, la calificación reconoce el deterioro actual de los indicadores financieros y las perspectivas de mejora a finales del 2009. La calificación podría verse beneficiada si los indicadores de endeudamiento, liquidez y capacidad de pago vuelven a los niveles mostrados a inicios del 2008. De igual manera, la calificación podría verse perjudicada si estos indicadores continúan deteriorándose.

▪ HECHOS RELEVANTES Y SUBSECUENTES

Al momento la empresa no cumplió con el resguardo de apalancamiento en el cual se limitaba el endeudamiento con relación al patrimonio tangible. El resguardo permitía un endeudamiento máximo sobre patrimonio tangible de 1.90:1 y la empresa al cierre de octubre 2008 mantiene un endeudamiento de 2.24:1.

Para el cálculo de este índice se considera 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.

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 octubre 2008, los cuales no presentan salvedades ni limitaciones.

▪ ANALISIS ECONOMICO DEL PAIS

De acuerdo al BCE, la estimación de crecimiento del PIB para el cierre del 2008 es de 5.32%, y no existe una previsión económica anual para el 2009. Sin embargo, la

CEPAL proyecta un crecimiento del 2% para el próximo año, la cual supone una evolución relativamente optimista de la crisis mundial. El 2009 será un año complicado para el crecimiento del país debido a la reducción de las principales fuentes de ingresos.

El presupuesto del Estado se realizó con expectativas de un precio del petróleo alrededor de \$85, mientras que en la actualidad se cotiza en menos de \$30. Esta reducción en la principal fuente de ingresos del país es preocupante, tomando en cuenta que el gobierno impulsó una nueva Constitución multiplicando los beneficios a la población, basando el crecimiento del país en gasto público. Por otro lado, la segunda fuente de ingresos del país, las remesas, también se han visto afectadas con una reducción de más del 13% en el tercer trimestre con relación al año anterior (reducción mayor a \$100 millones) y con proyecciones a que sigan disminuyendo. Las exportaciones, siendo otra de las principales fuentes de ingresos del país se han contraído influenciadas por la crisis mundial, ya que la demanda de productos ecuatorianos se ha reducido. A esto se suma la volatilidad del tipo de cambio del dólar en comparación con los principales socios comerciales, la cual hace que los productos ecuatorianos pierdan competitividad.

La contracción de las principales fuentes de ingresos sumados a la declaración de moratoria de la deuda ecuatoriana, dificultará el acceso al crédito para el país y en especial para el sector exportador. El resultado de los puntos mencionados será un decrecimiento o posible contracción de la economía, con un incremento en el desempleo que a octubre alcanzaba el 8.66% (el más alto desde agosto del 2007). Como secuela veremos una reducción en los depósitos bancarios, en el medio circulante y en el consumo en general.

Se estima que el sector financiero será más cauteloso con su liquidez y se reducirán las colocaciones, al tiempo en que los índices de morosidad tenderían a incrementarse. El sector financiero podría verse afectado por la nueva Ley Financiera que otorga al gobierno cierto control sobre el sistema. Actualmente las comisiones y tasas de interés son fijadas por el ente regulador, y el Estado determinará si la banca puede repartir utilidades. Con la nueva Ley, el gobierno administrará el Fondo de Liquidez del sistema financiero, el cual tendrá que invertirse en países de la región. Además gravará con impuestos a los depósitos que los bancos tengan en el exterior e incrementará el impuesto a la salida de capitales.

▪ 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.
- Primer productor de llantas de camión radial en el Región Andina.
- Cooperación estratégica y asistencia técnica Internacional de parte de sus socios (Continental AG).



- Estrategias de mercadeo definidas y sistemas de gestión de calidad (ISO-TS 16949:2002).
- Red de comercialización organizada y repartida a nivel nacional.
- Buen Gobierno Corporativo.

OPORTUNIDADES

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

DEBILIDADES

- No cumplimiento de resguardo de la emisión.
- Indicadores de liquidez ajustados.
- Deterioro en niveles de endeudamiento.
- Alta dependencia de materias primas importadas 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.

AMENAZAS

- Crisis económica mundial y local.
- Volatilidad de precios internacionales de materias primas utilizadas en la producción de llantas.
- Volatilidad del tipo de cambio.
- Dificultad en la cobranza en países ajenos al Ecuador.
- Fuerte competencia en importación de llantas, en especial de origen asiático.
- Competencia desleal por importadores especulativos.
- Relaciones laborales.

■ DESCRIPCION DEL EMISOR

La compañía se constituyó el 31 de julio de 1955 bajo el nombre de Ecuatorian Rubber Company y está domiciliada en Cuenca. La empresa inició con un capital de 24.000.000 de Sucres, mientras que a octubre 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 influyó 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 AG. El contrato de asistencia técnica brinda 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. De acuerdo a estudios de mercado realizados por la empresa, ERCO tiene una participación de mercado en llantas de camión del 31% y en PLT (auto y camioneta) del 38%. Es la única empresa de producción de llantas 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

A octubre 2008 el mercado de reposición represento el 49% de las ventas, mientras que equipo original el 16% y exportaciones el 35%. Actualmente la compañía exporta a Venezuela, Colombia, Perú, Chile, Bolivia y otros países en Centroamérica.

ERCO ofrece alrededor de 120 artículos diferentes en siete familias de productos, de los cuales a octubre 2008 el 98 % representa producción nacional y el 2% es importado. Sus productos cubren todos los sectores de mercado: autos livianos, camionetas y camiones, y en cada uno de estas líneas comercializa las llantas convencionales y radiales, adicionalmente importa tubos y defensas.

Debido a la ampliación que se realizó en su planta industrial finalizada en el mes de diciembre, se espera un incremento en la producción de 5.800 llantas/día a 6.450 llantas/día. Esto significa un crecimiento del 11.2%, especialmente en llantas radiales, que es el nuevo enfoque de requerimientos del mercado. Este crecimiento se materializará a finales del primer trimestre del 2009 debido a que actualmente la empresa está realizando pruebas de calidad que tienen que ser aprobadas por Continental AG en Alemania. Con la implementación de la nueva maquinaria, la planta trabajaría al 92% de su capacidad instalada.

Como un complemento a la producción de llantas, ERCO 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.

▪ ESTRUCTURA DEL GRUPO

ERCO no es miembro de ningún grupo, sin embargo mantiene una relación comercial con el Grupo Andujar, que es la Holding de varias empresas que realizan la comercialización de sus productos. 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.

Los principales accionistas con mas del 10% de participacion son los siguientes:

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 918 empleados directos y 6 indirectos distribuidas de la siguiente manera:

	ERCO	Servicios Profesionales	TOTAL
Funcionarios	38	4	42
Empleados	148	2	150
Obreros	732		732
Total	918	6	924

ERCO, tiene un Comité de Empresa, donde participan el 63% de los obreros (más cuatro empleados). El contrato colectivo es negociado cada dos años y el último contrato se concretó a mediados del 2008, representando un aumento de remuneraciones del 6.17% en el 2008 y 6.12% en el 2009.

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.

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.

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
Vocal Directorio Técnico

Claudio Patiño Ledesma
Kristijan Bauer

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.

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

Presidente Ejecutivo	Kristijan Bauer
Vicepresidente Comercial	Fernando Proaño
Vicepresidente Finanzas	Patrick Hartert
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 el actual Vicepresidente de Finanzas se posesionó en octubre del 2008, ambos tienen una carrera importante en diferentes posiciones del grupo Continental, lo cual avalaría su experiencia para el puesto que hoy ocupan.

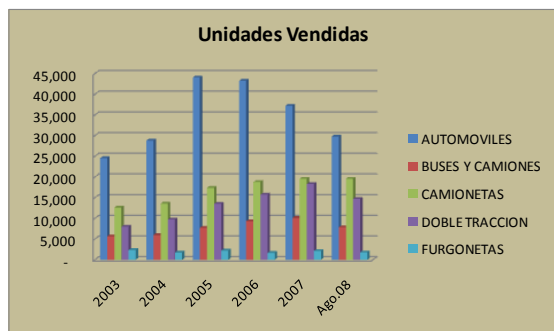
▪ RIESGO SECTORIAL

El sector al cual ERCO, dirige sus productos está relacionado con el sector automotor. 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. Este sector 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. Con información a agosto del 2008, la Cámara de la Industria Automotriz Ecuatoriana (CIAE), estimó que se han vendido 73.914 unidades. Esto quiere decir que en los ocho primeros meses del año ya se ha vendido el 81% de lo vendido el año anterior. Pensamos que este crecimiento podría contraerse en el futuro debido a la crisis económica mundial y local.

En el 2007 el 62% de la oferta de vehículos fue importada, de acuerdo a datos oficiales de la CIAE; mientras que hasta agosto del 2008 los vehículos importados representan el 59%. Los crecimientos más pronunciados han sido los de camionetas y de vehículos

doble tracción (SUV) hasta el año anterior, como se puede observar en el siguiente gráfico:



Fuente: CIAE; Elaborado: BWR

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%.

Para lo que queda del 2008 y para el 2009, se prevé una demanda enfocada en vehículos y camionetas de precios inferiores a USD 20M y USD 30M respectivamente; anticipando una reducción de la demanda en general y aun más notoria en los vehículos de lujo.

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. Como se mencionó en el análisis económico, pensamos que el crédito podría verse limitado en el futuro.

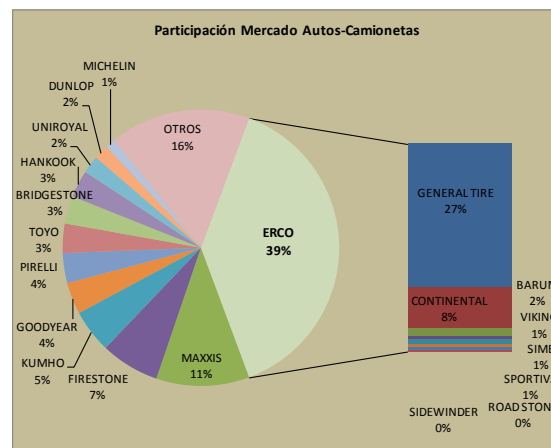
El mercado automotor es muy dinámico, con fuerte competencia entre marcas de todos los orígenes (de ensamblaje nacional o importados) y exigencias de servicios postventa, pues un tema común entre los empresarios del sector automotor, es fortalecer sus operaciones consolidando marcas, solidificando la 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

Segmentación del mercado de llantas ERCO²

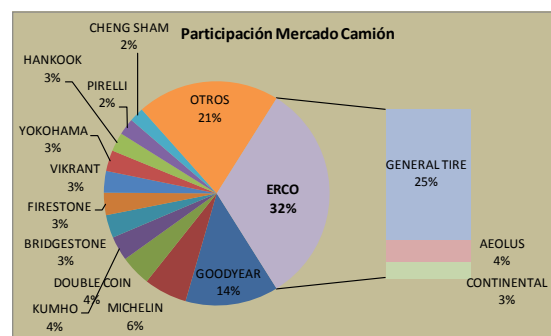
El mercado de llantas está dividido en dos grandes segmentos, el primero llamado PLT (Passenger and Light Truck) es decir llantas para auto y camioneta y el segundo segmento es el de vehículos pesados o comerciales llamado CVT (Comercial Vehicles Tires).

En el Mercado de llantas PLT (Autos y camionetas) ERCO participa con el 38.65%, de acuerdo al siguiente gráfico:



Fuente: ERCO; Elaborado: BWR

En el Mercado de Camiones, ERCO, con tres marcas tiene el 31% de presencia de acuerdo al siguiente gráfico:



Fuente: ERCO; Elaborado: BWR

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 recibir 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.

¹ <http://www.aeade.net/cifras.htm>

² ERCO – Informe de Marketing



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.

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 Motors, 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 en el 2007 fue esencial para mejorar la competitividad y obtener un buen posicionamiento en las ventas de la región (Colombia, Venezuela, Perú y Chile); sin embargo, la apreciación del dólar a partir del segundo trimestre del 2008 y la capacidad de producción de la empresa (cerca al 100%) han limitado el crecimiento en este

año. Las expansiones y la instalación de nueva maquinaria (finalizada en diciembre) permitirán que a finales del primer trimestre del 2009, la producción aumente en promedio del 10%.

El crecimiento del costo de ventas ha mostrado una proporción normal y constante con los ingresos por ventas en los últimos cuatro años, manteniendo un margen bruto promedio del 12%. Sin embargo, el alto precio de las principales materias primas durante la mayor parte del 2008 ha ajustado este indicador hasta 9.5% en octubre 2008. Es importante mencionar que gran parte de las materias primas está ligada a precios del petróleo por lo que podríamos esperar una mejora del margen bruto en el futuro si las proyecciones de crecimiento se cumplen y el precio del petróleo se mantiene a la baja. Hasta octubre las ventas alcanzaron USD 87.800M, mientras que las proyecciones para cierre del año son de USD 107.100M. Para poder alcanzar las proyecciones, el crecimiento deberá ser básicamente en unidades debido a que el mercado de llantas es de alta competencia y es complicado transferir los costos al precio.

Los gastos operacionales se han disminuido como proporción de las ventas siendo que en los últimos tres años esta relación tuvo un promedio de 7.2% mientras que para octubre se redujo hasta 6.6%. Esto se debe principalmente al proceso de reducción y control de gastos (PIP) iniciado por la administración en el año 2005. Esto ha permitido que en los últimos tres años, el resultado operativo se mantenga sobre el 4% como proporción de las ventas; sin embargo, en octubre debido al aumento en costo de ventas esta relación llegó a 3%. Así, al cierre de octubre el resultado operativo llegó hasta USD 2.604M representando el 54% del resultado obtenido en el 2007 (USD 4.784M).

El peso del gasto financiero se ha incrementado paulatinamente llegando a USD 1.488M en octubre 2008, constituyendo el 1.7% de las ventas mientras que este indicador al 2005 representaba solo el 1.0%. 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.

En lo que va del año, la empresa tiene un ingreso no operacional de USD1.058M. Este ingreso se conforma de intereses ganados (USD559M) y otros ingresos no operacionales netos (USD499), los cuales principalmente están formados de comisiones recibidas por contratos de asistencia técnica, ventas de desperdicios y diferencial cambiario. La cuenta de intereses ganados se conforma principalmente por intereses por mora, intereses de Ercoparts e intereses de refinanciamiento a clientes.

La utilidad neta a octubre 2008 alcanzó USD 1.478M, esto representa el 42% de la utilidad al cierre del 2007 (USD 3.516M). Por este motivo vemos con dificultad el poder alcanzar la meta de las proyecciones al cierre de 2008 de USD 4.122M. Es importante mencionar que la reducción en el margen bruto causó un deterioro en la rentabilidad de la empresa, siendo que en el 2007 el



ROAE alcanzó 14.4% y a octubre del 2008 6.7%. Por su parte el ROAA varió de 5.8% a 2.3% respectivamente.

■ ESTRUCTURA DEL BALANCE

Al cierre de octubre 2008, ERCO cuenta con activos por USD 86.983M, esto significa un crecimiento del 36% comparado con el 2007. La base de este fuerte crecimiento se concentra en inventarios, cuentas por cobrar, anticipo a proveedores y gastos pagados por anticipado. Las cuentas más representativas del activo son cuentas por cobrar (31%), inventarios (27%) y propiedades (11%).

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 y por otro lado gran parte está en un fideicomiso en garantía. 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 máquinas usadas de las fábricas 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 9.098M a octubre del 2008.

En lo que va del año, el activo está financiado en 31% por patrimonio y 69% por pasivo, mientras que al cierre del 2007 esta relación representaba el 41% a 59% respectivamente. Esto demuestra un aumento sustancial en el nivel de apalancamiento. Dentro de la estructura del pasivo, el 10.3% (USD 8.971M) corresponden a obligaciones financieras de corto plazo, mientras que las obligaciones financieras de largo plazo representan el 17% (USD 14.876M). 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.

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 a octubre 2008 representan USD30.111M de los cuales el 95% corresponde a clientes, mientras que el resto corresponde a cuentas incobrables (Ctas. por cobrar Nacional: USD14.515M; Ctas. por cobrar Exterior: USD14.045M; Refinanciamientos: USD1.924M). 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 se ha mantenido entre 100 y 115 días; sin embargo, para

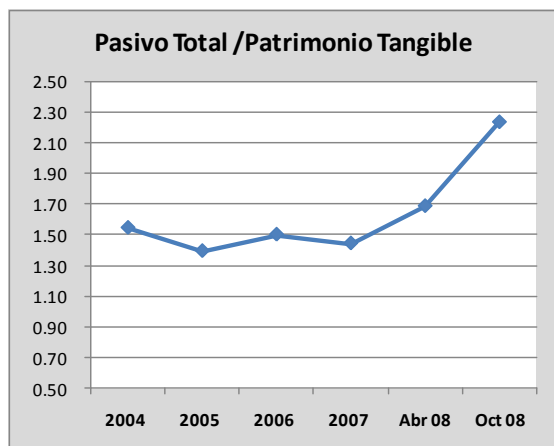
octubre este llega a los 98 días debido a que en este mes hubieron fuertes recuperaciones de Venezuela y Centroamérica. La cobertura vía provisión para cuentas dudosas alcanzó USD1.831M, sin embargo como proporción del total de cuentas por cobrar se redujo del 9.5% en el 2005 al 6.4% en octubre del 2008. La empresa considera como cuentas dudosas a aquellos clientes que tengan cartera en mora mayor a 360 días. Actualmente el monto de cuentas dudosas alcanza USD1.410M y el 99.8% corresponde a incobrables en el exterior.

Por otro lado, existe una cuenta por cobrar con empresas relacionadas de USD4.404M, originada en la comercialización de llantas. La mayor parte de esta deuda corresponde a Ercoparts Trading (USD 3.169M) y está respaldada con pagarés (renovables) a 180 días con una tasa de intereses del 10%.

La empresa mantiene inventarios para 90 días y la rotación a octubre-08 es de 4 veces. En el período se observa un crecimiento significativo del inventario en proporción a las ventas (crecimiento a Oct.08 inventario: 36% vs ventas anualizado: 13%), el mismo que se explica por el incremento de los costos de materia prima antes mencionado.

ENDEUDAMIENTO

ERCO ha mantenido un saludable nivel de endeudamiento en los últimos cuatro años en promedio de 1.47 veces su patrimonio tangible; sin embargo, para abril-08 el indicador sube hasta 1.69 veces (no incluye USD8.000M de nueva emisión) y a octubre aumenta hasta 2.24 veces. Esto ocurre debido a los mayores requerimientos de capital de trabajo de la empresa como consecuencia de incrementos en materia prima, por financiamiento de activos fijos relacionados a las necesidades de expansión para aumentar la producción y por transferencias de fondos a empresas relacionadas. Adicionalmente, la inversión en el nuevo proyecto de “Camión radial” financiado por la emisión de obligaciones ha presionado aun más los indicadores de endeudamiento. BankWatch Ratings considera 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) durante los últimos 3 años se ha mantenido en alrededor del 36%, mientras que para octubre aumenta a 47%, el más alto en el período de análisis. El comportamiento del pasivo frente al patrimonio tangible muestra que se está transfiriendo los riesgos de la empresa de los accionistas al mercado de valores y a los proveedores.



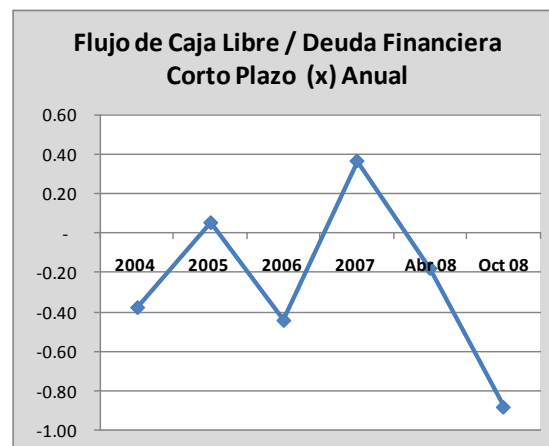
Es importante mencionar que a octubre del 2008 el 52% de las obligaciones financieras están representadas por emisión de obligaciones mientras que el 48% está representado por el sistema financiero. Esta relación en el 2007 era de 36% a 64% respectivamente, lo que indica que la mayor parte del riesgo crediticio de la empresa recarga en el mercado de valores.

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 los resultados que se obtengan y 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

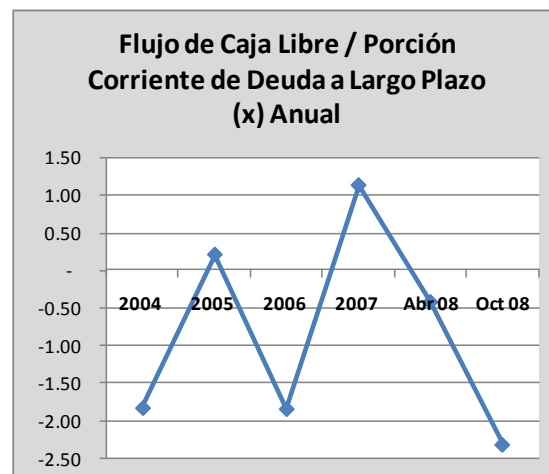
La operación de la empresa cubre los gastos financieros pero requiere de financiamiento externo para su capital de trabajo y sus inversiones.

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 y en lo que va del 2008, 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. A octubre del 2008, el flujo de caja operativo cubre las variaciones en el capital de trabajo principalmente debido a aumentos en cuentas por pagar a proveedores, aumento de provisiones y por el fondo de cesantía. Sin embargo, el flujo de fondos operativo no cubre las inversiones en activos fijos teniendo que refinanciar la deuda financiera de corto plazo y la porción corriente de la deuda a largo plazo.



Por otro lado, podemos observar un incremento sustancial en el 2008 de otros pasivos corrientes, que representan al fondo de cesantía (USD 4.622M) que es manejado por la empresa y el cual pensamos no debería ser una fuente de liquidez para la empresa.

Gran parte del deterioro de los indicadores es debido a los altos costos de las materias primas y a que la maquinaria para camión radial se encuentra en el periodo de pruebas y de acuerdo a lo previsto, se espera que a inicios del 2009 se pueda contar con esta producción. Vale la pena destacar que la negociación obtenida con entidades multilaterales para el acceso a préstamos a largo plazo y la emisión de obligaciones ayudó a mejorar la estructura de su deuda, pasando la mayor parte de su deuda de corto a largo plazo. Así el indicador de deuda corto plazo / deuda financiera total se reduce de 68.8% en el 2007 a 37.6% en octubre 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 podrían verse afectadas por la crisis mundial y local. Vemos complicado cumplir las proyecciones de utilidad en el 2008 debido a la reducción de los márgenes.



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; 33% en el mercado de Reposición y 18% en mercado de Equipo 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.

■ ANALISIS DE LA GARANTIA Y RESGUARDOS

ANALISIS DE GARANTIA

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

ACTIVOS	Activos Octubre 08	Activos Gravados	Derechos Fiduciarios	Activos Garantía General	Emisiones en circulación	Activos Esenciales
Activo Corriente	67,946			63,046		
Fondos Disponibles	2,486			2,486		
Cuentas por cobrar	30,111			30,111		8,000
Inventarios	23,536	4,900		18,636		
Otros Activos Corrientes	11,813			11,813		
Activo no corriente	19,037			9,621		
Activo Fijo	9,402			9,084		
Terreno	64			64		
Edificio	331			331		
Maquinaria	3,600	318		3,282		
Herramientas	50			50		
Muebles	809			809		
Vehículos	218			218		
Proyectos en curso	4,330			4,330		
Otros	536			536		
Derechos fiduciarios	9,098		9,098	0		
Emisiones en circulación					12,300	
Corto plazo					2,150	
Largo plazo					10,150	
ACTIVO TOTAL	86,983	5,218	9,098	72,666	12,300	8,000

Garantía / Emisión	5.9 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 octubre-08 los activos totales de la empresa suman USD 86.982M. De este valor, USD 14.316M son activos pignorados (incluye USD9.098M de fideicomiso en garantía constituidos con activos fijos). En circulación en el mercado tienen emisiones vigentes a largo plazo por USD 10.150M y a corto plazo USD 2.150M. Los valores en circulación ascienden a USD12.300M.

Las emisiones representan el 17% de los activos susceptibles de constituirse en garantía general, lo que representa una cobertura de 5.9 veces. Esta cobertura podría reducirse si el endeudamiento aumenta de acuerdo a lo expuesto por la gerencia.

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.

BWR ha realizado una sensibilidad reduciendo de los activos susceptibles de constituirse en garantía a los activos refinanciados e irrecuperables que suman USD 3.334M. Bajo este escenario la cobertura de la emisión de obligaciones sería de 5.6 veces.

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/patrimonio tangible máximo:
1.90 : 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.

Es importante mencionar que a la fecha, la empresa no cumplió con el resguardo comprometido, ya que el nivel de endeudamiento actual es de 2.24:1. Si hacemos una sensibilidad a este indicador restándole al patrimonio los activos refinanciados e irrecuperables, el endeudamiento /patrimonio tangible sería de 2.55:1.

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

La compañía ha realizado tres emisiones generales desde el año 1996, las mismas que han tenido buena demanda y han sido colocadas fácilmente. La última emisión a la cual se refiere este análisis (USD8.000M), fue colocada en su totalidad en los meses de septiembre y octubre del 2008. Los inversionistas principales de esta emisión



fueron el Seguro Social, la CFN y Casas de Valores. 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	Oct-08
RESULTADOS						
Ventas	63,120	73,580	80,956	93,446	32,345	87,800
% crecimiento		16.6%	10.0%	15.4%	3.8%	12.7%
MARGEN BRUTO (%)	12%	13%	12%	12%	11%	10%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	3,977	5,851	6,100	7,322	2,258	5,064
MARGEN EBITDA (%)	6.3%	8.0%	7.5%	7.8%	7.0%	5.8%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	3,977	5,851	6,100	7,322	2,258	5,064
MARGEN EBITDAR (%)	6.3%	8.0%	7.5%	7.8%	7.0%	5.8%
Cuota leasing del período	0	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	2,786
EBIT (incluye en gastos administrativos participación empleados)	1,024	3,183	3,031	4,168	1,200	2,278
Gasto Financiero del período	-583	-740	-1,190	-1,535	-558	-1,488
Impuestos a la renta	-67	-311	-317	-573	-191	-369
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing)	10.6%	6.8%	9.0%	11.1%	12.4%	9.9%
UTILIDAD NETA	170	1,821	1,918	3,516	765	1,478
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	1.8%	9.2%	8.8%	14.4%	8.8%	6.7%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	0.7%	3.7%	3.6%	5.8%	3.4%	2.3%
FLUJO DE CAJA						
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización, Provisiones)	3,123	4,489	4,987	6,670	1,823	4,264
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	-3,937	-2,703	-6,720	-1,470	1,294	-3,135
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	-814	1,786	-1,733	5,200	3,117	1,129
Inversión en Activos Fijos	-2,275	-1,319	-3,298	-2,155	-2,672	-6,966
Otras Inversiones, Neto	-71	0	0	0	0	0
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos no operativos)	-3,160	467	-5,031	3,045	446	-5,837
Variación Neta de Deuda Financiera	3,849	-108	4,830	-3,600	2,886	11,768
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	0	0	0	0	0	0
Pago de Dividendos	0	0	0	0	-791	-791
Otros Financiamientos, Neto	0	0	0	0	-2,376	-3,382
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Periodo	689	359	-201	-555	164	1,758
FLUJO DE CAJA (Ajustado FITCH)						
EBITDA OPERATIVO	3,977	5,851	6,100	7,322	2,258	5,064
(-) Gasto Financiero del período	-583	-740	-1,190	-1,535	-558	-1,488
(-) Impuesto a la renta del período	-67	-311	-317	-573	-191	-369
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	3,327	4,800	4,593	5,214	1,509	3,206
(-) Variación Capital de Trabajo	-3,937	-2,703	-6,720	-1,470	1,294	-3,135
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	-610	2,097	-2,127	3,744	2,803	71
(+) Ingresos no operativos que impliquen flujo	433	247	407	332	125	1,058
(-) Egresos no operativos que impliquen flujo	-637	-558	-13	1,124	189	0
(-) Dividendos totales pagados a los accionistas en el período	0	0	0	0	-791	-791
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-2,275	-1,319	-3,298	-2,155	-2,672	-6,966
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-3,089	467	-5,031	3,045	-345	-6,628
FFO MARGIN (FFO / ventas)(%)	5.27%	6.52%	5.67%	5.58%	4.67%	3.65%
Cuota leasing del período	0	0	0	0	0	0
EBITDAR OPERATIVO (EBITDA + CUOTA LEASING DEL PERÍODO)	3,977	5,851	6,100	7,322	2,258	5,064
BALANCE						
Caja e Inversiones Corrientes	166	539	1,010	410	762	2,486
Activos Totales	48,211	49,689	56,727	64,121	70,464	86,983
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye leasing)	8,139	8,915	11,300	8,316	5,740	8,971
Pasivo financiero Largo Plazo	2,818	1,934	4,379	3,763	9,225	14,876
Financiamiento Leasing	0	0	0	0	0	0
Obligaciones Financieras Total (ajustada a leasing)	10,957	10,849	15,679	12,079	14,965	23,847
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	18,931	20,752	22,670	26,186	26,162	26,874
Capitalización ****	29,888	31,601	38,349	38,265	41,127	50,722
Pasivos contingente	0	0	0	0	0	0
ACTIVO PIGNORADO	8,532	7,169	9,129	7,354	5,535	5,218
Derechos Fiduciarios	0	0	0	0	9,024	9,098
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones	39,679	42,520	47,598	56,767	55,905	72,666
Emisión de Obligaciones en Circulación	0	0	1,967	5,358	13,375 [§]	12,300
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x)	0	0	24	11	4	6
Límite Legal para Emitir Obligaciones	31,743	34,016	38,078	45,414	44,724	58,133

(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	Oct-08
INDICADORES FINANCIEROS						
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	6.82	7.91	5.13	4.77	4.05	3.40
(EBITDA - Inver.en Activo Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	2.92	6.12	2.35	3.37	-0.74	-1.28
EBITDAR / cargos fijos (intereses y cuota leasing del período)	6.82	7.91	5.13	4.77	4.05	3.40
Deuda Financiera Total / EBITDA o EBITDAR (x) Anual	2.76	1.85	2.57	1.65	2.21	3.92
Deuda Financiera Neta / EBITDA o EBITDAR (x) Anual	2.71	1.76	2.40	1.59	2.10	3.52
Deuda Financiera Total (ajustada a leasing) / FFO (x)	3.29	2.26	3.41	2.32	3.30	6.20
(FCF) Flujo de caja libre/ deuda financiera total (ajustada al leasing) (%)	-28%	4%	-32%	25%	-7%	-33%
Deuda Financiera Total ajustada leasing / Capitalización (%)	37%	34%	41%	32%	36%	47%
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	12%	14%	6%	8%	7%	8%
Deuda Financiera Total ajustada leasing / Pasivo Total (%)	37%	37%	46%	32%	34%	40%
Pasivo Total NO ajustada leasing / Patrimonio (x)	1.55	1.39	1.50	1.45	1.69	2.24
Pasivo Total NO ajustado leasing / Patrimonio Tangible (x)	1.55	1.39	1.50	1.45	1.69	2.24
Pasivo Total ajustado leasing / Patrimonio (x)	1.55	1.39	1.50	1.45	1.69	2.24
Pasivo Total ajustado leasing / Patrimonio Tangible	1.55	1.39	1.50	1.45	1.69	2.24
LIQUIDEZ						
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (ajustado a leasing)	74.3%	82.2%	72.1%	68.8%	38.4%	37.6%
Caja e Inv. Corrientes / Deuda Financiera Corto Plazo (incluyendo cuota leasing)	2.0%	6.0%	8.9%	4.9%	13.3%	27.7%
FFO / intereses del período (FFO/interest cover)	670.7%	748.6%	486.0%	439.7%	370.6%	315.5%
CFO / intereses del período (CFO/interest cover)	-4.6%	383.4%	-78.7%	343.9%	602.7%	104.8%
FFO / cargos fijos (intereses periodo+cuota leasing)	670.7%	748.6%	486.0%	439.7%	370.6%	315.5%
CFO / cargos fijos	-104.6%	283.4%	-178.7%	243.9%	502.7%	4.8%
FFO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.41	0.54	0.41	0.63	0.79	0.43
CFO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0.07	0.24	-0.19	0.45	1.47	0.01
FFO / Porción Corriente LP (x) Anual	0.99	1.05	0.84	1.60	1.67	0.82
CFO / Porción Corriente LP (x) Anual	-0.18	0.46	-0.39	1.15	3.11	0.02
EBITDAR / (Deuda Financiera Corto Plazo + Cuota leasing período) (x) Anual	0.49	0.66	0.54	0.88	1.18	0.68
EBITDAR / (Deuda Financiera Corto Plazo + Cuota leasing período + Gasto financiero período)	0.53	0.72	0.60	1.08	1.67	0.85
EBITDAR / (Porción Corriente Deuda LP + Cuota leasing + Gastos Financieros) (x) Anual	1.01	1.10	0.92	1.53	1.55	0.94
Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0.38	0.05	-0.45	0.37	-0.18	-0.89
Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	-1.84	0.20	-1.85	1.13	-0.43	-2.32
OTROS INDICES						
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	8,992	11,461	15,073	18,973	22,790	26,561
Liquidez Acida (x)	0.87	0.96	1.04	1.05	1.22	1.07
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales) / Pasivo Corriente (x)	0.73	0.78	0.80	0.80	0.86	0.71
Activo corriente / Pasivo Total (x)	1.13	1.25	1.24	1.32	1.23	1.13
Patrimonio / Activo Total (x)	0.39	0.42	0.40	0.41	0.37	0.31
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	3	4	4	4	3	4
Días de cuentas por cobrar	110	101	99	101	105	98
Rotación de inventarios (x)	5	5	5	5	5	4
Días de inventarios	79	71	71	77	68	90
Rotación de cuentas por pagar (x)	5	6	8	5	5	5
Días de cuentas por pagar	75	55	47	66	65	76
Rotación Capital de Trabajo	6	6	5	4	4	4
Días de Capital de Trabajo	58	64	76	83	95	100
Días de Ciclo de Operación	-56	-53	-47	-28	-12	-11

(x) Índice expresado en número de veces