

Ecuador
**EMISION GENERAL DE
 OBLIGACIONES**

**Compañía Ecuatoriana del
 Caucho S.A. (ERCO)**

Calificación – Segundo Seguimiento

Tipo de Instrumento	Calif. Actual	Calif. Anterior	Ultimo Cambio
Emisión de Obligaciones	A+	A+	Ene.09

Emisión de Obligaciones	
Monto a colocar:	USD 8'000.000
Fecha de colocación:	Septiembre 2008
Monto colocado:	USD 8'000.000
Plazo:	1.440 días (4 años)
Periodo 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
Calificador 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 Obligacionistas:	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
pbaus@bankwatchratings.com

Perfil

ERCO es una empresa con 54 años de vida en Ecuador y su actividad está relacionada a la industria automotriz, produciendo y comercializando neumáticos. Su mayor accionista es uno de los mayores productores de llantas a nivel mundial, Continental AG de Alemania a través de General Tire Int. Co. y Continental Tire NA Inc., quienes a la fecha mantienen el 46 % de participación.

A través de su principal socio, ERCO utiliza las marcas “Continental, General y otras” reconocidas a nivel mundial y recibe asistencia técnica y apoyo en tecnología en productos y procesos. Los diseños y especificaciones de los productos son los mismos que usa Continental en las diferentes plantas alrededor del mundo.

Es la única Industria en su tipo (productora) en el país y abarca el 45% del mercado PLT (auto y camionetas), y 45% en el mercado de camión. ERCO exporta a varios países en Centro y Sur América que representa alrededor del 35% de sus ventas.

FECHA COMITE: Junio/30/ 2009

ESTADOS FINANCIEROS A: Abril 2009

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACION

El Comité de Calificación de Bankwatch Ratings decidió mantener la calificación de A+ (A más) para la emisión de obligaciones descrita. De acuerdo a la descripción de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, esta calificación “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.”

A pesar de que a Abril-09, la empresa muestra un deterioro importante en su gestión operativa y de que los indicadores de solvencia patrimonial y de capacidad de pago se mantienen ajustados, la calificadoradora decidió mantener la calificación del caso considerando que la situación de ERCO a la fecha de análisis es coyuntural.

Esta calificación se sustenta en las perspectivas positivas del negocio para el 2009. En este año, ERCO se integrará al Grupo Continental AG (el cual será el mayor accionista a partir del segundo semestre), lo que significará importantes sinergias para el desarrollo comercial y productivo de la empresa. Las restricciones a las llantas importadas también serán un generador de crecimiento tomando en cuenta que ERCO es la única empresa productora en el país.

Fuertes inversiones en activo fijo y varios factores externos que mermaron el margen y crecimiento de la empresa, originaron un deterioro de los indicadores de liquidez y capacidad de pago para finales del 2008. Esto ocasionó que en octubre del 2008, ERCO incumpla el resguardo adicional a los de ley, establecido en el Acta de Emisión de Obligaciones en el que se limitaba el endeudamiento máximo sobre patrimonio tangible.

A la fecha, ERCO ha logrado mejorar dichos indicadores debido a que los precios de materias primas se han reducido notablemente y que las inversiones iniciadas el año pasado ya están concluidas, sin embargo el índice de endeudamiento sigue por encima del resguardo establecido. En el futuro se esperaría una mejora continua de la posición patrimonial y capacidad de pago de la empresa en función del crecimiento en ventas y mejores márgenes esperados. La recuperación de la posición patrimonial de la empresa es necesaria para proteger al inversionista de la alta vulnerabilidad de la empresa ante circunstancias adversas externas e internas, resguardando especialmente su capacidad de pago en relación a los pasivos.

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.



La empresa históricamente ha mantenido flujos operativos positivos con lo cual ha podido financiar sus necesidades de capital de trabajo, sin embargo las inversiones en activos fijos realizadas se han financiado con terceros. Esto implica que tanto la deuda de corto plazo como la porción corriente, tendrá que ser refinanciada en parte y por lo tanto dependerá de la voluntad y disponibilidad del mercado de valores y/o del sistema financiero.

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 mejoramiento actual de los indicadores financieros comparados con la revisión anterior 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 las proyecciones de crecimiento no se dan.

■ **ANÁLISIS FODA**

FORTALEZAS

- Cooperación estratégica y asistencia técnica Internacional de parte de su principal accionista (Continental AG).
- Experiencia y conocimiento del Mercado de fabricación de llantas (54 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.
- Estrategias de mercadeo definidas y sistemas de gestión de calidad (ISO-TS 16949:2002).
- Red de comercialización organizada y distribuida a nivel nacional.
- Buen Gobierno Corporativo.

OPORTUNIDADES

- Continental AG en proceso de adquirir la mayoría accionaria de la Empresa
- Sólido crecimiento del mercado automotriz en los últimos años.
- Control de precios referenciales a las importaciones por parte del Estado.
- Reformas arancelarias de insumos importados.
- Nuevos mercados y acceso a sinergias con otras plantas del Grupo Continental como EE.UU., Brasil y México en las Américas.

DEBILIDADES

- No cumplimiento de resguardo que limita el endeudamiento de la compañía debido a inversiones realizadas en activos fijos.
- Indicadores de liquidez deteriorados en relación al mismo periodo del 2008.

- Alta dependencia de materias primas importadas para su proceso productivo.
- Negociación del Contrato Colectivo bi-anual no ayuda al manejo del ambiente laboral.

AMENAZAS

- Restricciones en el otorgamiento de créditos por parte del Sistema Financiero.
- 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.

■ **HECHOS RELEVANTES Y SUBSECUENTES**

- A partir de octubre 2008, la empresa no ha cumplido el resguardo de apalancamiento de 1.90 veces, en el cual se limitaba el endeudamiento con relación al patrimonio tangible para protección de los tenedores de la emisión de obligaciones. Sin embargo este indicador muestra una mejora siendo que en la actualidad se encuentra en 2.15 veces frente al 2.17 veces al cierre del año 2008 y 2.24 veces a octubre del 2008.

Para el cálculo de este índice se consideran 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.

- Actualmente la empresa se encuentra en un proceso de integración con Continental AG de Alemania, debido al interés de ésta última de incrementar su participación accionaria a la mitad más una acción en ERCO.

Presentación de Cuentas: Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros auditados por la firma Deloitte & Touche para los años 2005, 2006 2007 y 2008, e interinos para abril 2009, los cuales no presentan salvedades ni limitaciones.



■ DESCRIPCIÓN DEL EMISOR

La compañía se constituyó el 31 de julio de 1955 bajo el nombre de Ecuadorian Rubber Company y está domiciliada en Cuenca. La empresa inició con un capital de 24.000M de Suces, mientras que en abril 2009, la empresa cuenta con un capital social de USD 17.883M. 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 enfrentar problemas relacionados a una política comercial no adecuada a la situación de mercado de ese entonces, un limitado portafolio de productos y altos descuentos en ventas. Los factores antes mencionados, influenciaron 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.

En la actualidad uno de los mayores productores de llantas a nivel mundial, Continental AG de Alemania, es el accionista mayoritario de ERCO por lo que recibe asistencia técnica y apoyo en tecnología en productos y procesos.

A través de su socio, ERCO utiliza las marcas "Continental, General, Barum y otras" reconocidas a nivel mundial. Los diseños y especificaciones de los productos son los mismos que usa Continental en las diferentes plantas alrededor del mundo.

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. ERCO es la única empresa de producción de llantas en el País, compitiendo con productos importados.

Las ventas están dirigidas a tres mercados:

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

A abril 2009 el mercado de reposición representó el 58% de las ventas, mientras que equipo original el 15% y exportaciones el 27%. 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 abril 2009 el 95% representa producción nacional y el 5% 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. Por otro lado, adicionalmente a las llantas, importa tubos y defensas.

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 más del 10% de participación son los siguientes:

Estructura Accionarial		
General Tire Int. Company	USA	31%
Empronorte Overseas Inc.	PAN	16%
Continental Tire NA Inc.	USA	15%
Otros		38%

Es importante mencionar que al momento está en proceso la negociación de acciones para que la participación de Continental Tire NA y General Tire Int. en conjunto sumen el 50% más una acción. Esto se debe a un nuevo proyecto de integración entre ERCO y Continental AG con sede en Alemania, del cual se esperan varias sinergias. Continental AG es el mayor accionista de General Tire Int. y de Continental Tire NA y al momento mantiene una calificación internacional de BB con un "Rating Watch" Negativo. Esta calificación es considerada grado especulativo a nivel internacional, sin embargo, está por encima del riesgo soberano ecuatoriano.

La integración tiene como principal objetivo incrementar las ventas en la Región Andina. La integración no generará cambios en la actual administración, sin embargo implementará nuevos indicadores de desempeño y estándares de acuerdo a las políticas de Continental AG. La Gerencia ha mencionado que realizará inversiones en tecnología, marketing, equipamiento, etc. como resultado de la integración. Esto debido a que ERCO tendrá que implementar nuevos sistemas operativos, especialmente en el área de contabilidad (SAP) y de especificaciones técnicas. Las principales sinergias definidas por la integración serían:

- Poder de negociación en compra de materia prima
- Acceso a maquinaria utilizada
- Acceso directo a inventarios y moldes
- Acceso a tecnología de Continental
- Acceso a repuestos para maquinaria
- Acceso a préstamos otorgados por la matriz
- Acceso a nuevos mercados (México, Chile)

El proceso de integración durará todo este año por lo que los primeros resultados serán medidos a finales del 2009.



ESTRUCTURA ADMINISTRATIVA

La compañía cuenta con 926 empleados directos y 7 indirectos distribuidas de la siguiente manera:

	ERCO	Servicios Profesionales	TOTAL
Funcionarios	38	5	43
Empleados	158	2	160
Obreros	730		730
Total	926	7	933

Esto implica un incremento de alrededor de 50 empleados comparado con el mismo periodo del año anterior. ERCO, tiene un Comité de Empresa, donde participan el equivalente al 47% del total de los trabajadores. 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 de forma ordinaria cuatro veces al año. 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.

Directorio:

Presidente	Sr. Jose F. Cuesta Vásconez
Principal	Dr. Marcelo Chico Cazorla
Principal	Dr. Henry Eljuri Anton
Principal	Dr. Alejandro Serrano Aguilar
Principal	Sr. Victor Abboud Fayad
Principal	Ec. Jorge Eljuri Antón
Principal	Sr. Juan Manuel Cuesta Vásconez
Principal	Sr. Andrés Naranjo Moscoso
Principal	Dr. Fabian Corral Burbano de Lara
Principal	Ec. Claudio Patiño Ledesma
Principal	Sr. Kristijan Bauer (Asistencia Técnica)
Suplente	Sr. Xavier Cuesta Vásconez
Suplente	Sr. Matthias Schoenberg
Suplente	Sr. Juan Pablo Eljuri Vintimilla
Suplente	Sr. Markus Korsten
Suplente	Ing. Federico Malo Torres
Suplente	Sr. Jorge Juan Eljuri Jerves
Suplente	Sr. Mauricio E. Cuesta Miño
Suplente	Ing. Hernán Vásconez Callejas
Suplente	Ing. Rafael Simon Gaviño
Suplente	Sr. Alfredo Peña Calderón
Suplente	Sr. Paul Williams (Asistencia Técnica)

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.

Es importante mencionar que han existido varios cambios en la plana gerencial en los últimos 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. Se ha anunciado que el Vicepresidente Comercial de la empresa está saliendo después de 6 años y está siendo reemplazado temporalmente por Fabian Córdoba quien ha estado en el área comercial por 15 años.

ANALISIS ECONOMICO

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 por debajo de \$70. 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, fundamentando el crecimiento del país en gasto público. Por otro lado, la segunda fuente de ingresos del país, las remesas, también se ha visto afectada 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. Esto ha generado un déficit en la Balanza Comercial no petrolera de alrededor de USD 10 mil millones en el 2008. Como consecuencia, el gobierno decidió establecer una salvaguardia por balanza de pagos a las importaciones, con el carácter de temporal por el periodo de un año.

Por otro lado, 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. El resultado de los puntos mencionados será un decrecimiento o posible contracción de la economía, con un incremento en el desempleo que a marzo alcanzaba el 8.60%. 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.

Los principales riesgos que podemos observar dentro del sector es la inestabilidad económica y política que vive el país, la cual podría verse reflejada en una demanda decreciente de los productos comercializados. Esto también podría presionar los indicadores de recuperación de cuentas por cobrar y dificultar el acceso a nuevas fuentes de financiamiento.

▪ 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. Este sector tiene un fuerte impacto en la economía, liderando el segmento de consumo.

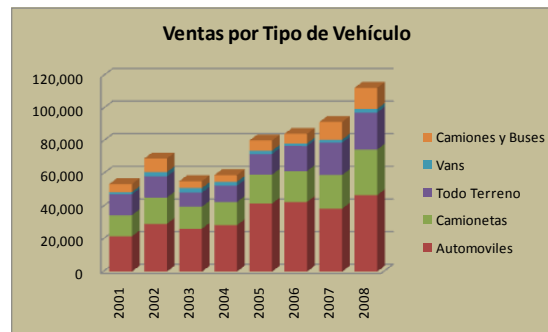
Las ventas de automotores nuevos durante 2008 crecieron 21% frente al 2007. De acuerdo a su procedencia, el 59% fueron importados y el 42% fueron ensamblados en el país, mejorando su participación en alrededor de 6 puntos porcentuales; a dic-08, la producción local anual por ensambladoras fue de 71,210¹ unidades.

En el 2008 se estableció una nueva normativa para el ICE de vehículos, con una tasa escalonada de entre 5% y 35%. En el 2009, se introdujo adicionalmente un sistema de cupos para importaciones, incidiendo de esta manera sobre el comportamiento de la oferta de automotores.

En Ecuador habría en promedio entre 12 a 13 personas por vehículo, lo cual indica que existe una demanda insatisfecha, en comparación con otros mercados de Latinoamérica, donde la tasa de ocupación es 4:1.

De acuerdo a datos oficiales de la AEADE, de las ventas totales el segmento de automóviles fue el más importante y el segmento de mayor crecimiento fue el de camionetas (35%).

Hasta 2007 el segmento de automóviles fue el más importante; pero el de vehículos todo terreno (SUV) el de mayor crecimiento, tendencia que se revertió a partir del año 2008, debido al impacto de las nuevas normativas.



Fuente: AEADE; Elaborado: BWR

Dada la restricción para la importación de CKD (partes y piezas de vehículos), instrumentada por el Comexi, para 2009 se estima puedan ingresar al mercado ecuatoriano alrededor de 75.000 unidades nuevas. Las proyecciones de demanda, por otra parte, determinaron que Ecuador requeriría 95.000 unidades, considerando una reducción de liquidez en el sistema y una menor propensión hacia el consumo de bienes de los hogares.

El efecto de la Resolución 466 del Comexi, sobre 39 partidas arancelarias relacionadas con la industria automotriz representará una reducción de USD 771.2MM en sus importaciones respecto al 2008.

De acuerdo a datos no oficiales, en el segmento de vehículos livianos, durante 2008, el promedio mensual de ventas fue 8.031 unidades (6.781 u. fue el promedio de 2007), alrededor del 18% de incremento; mientras que en los vehículos pesados, el promedio mensual fue de 1.033 (antes llegó a alrededor de 950 unidades). Tal como se estimaba en 2008 fue mayor la demanda de vehículos y camionetas de precios inferiores a USD 20M y USD 30M respectivamente, frente a vehículos de mayores precios. De acuerdo a la AEADE, la carga tributaria para este sector llegaría hasta el 87% del valor del vehículo.

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.

POSICIONAMIENTO DE LA EMPRESA

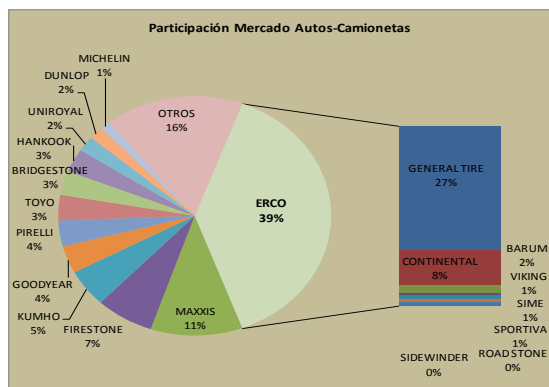
Segmentación del mercado de llantas ERCO²

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).

De acuerdo al estudio Rolling Wheel del año 2008, en el Mercado de llantas PLT (Autos y camionetas) ERCO participa con el 38.65%, de acuerdo al siguiente gráfico:

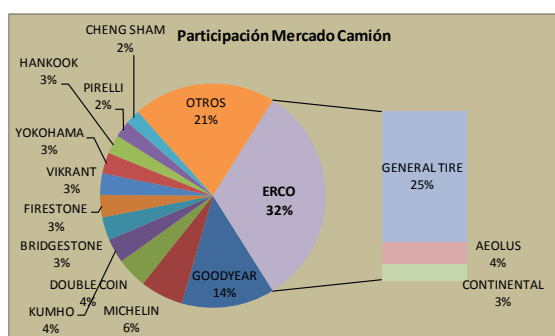
¹ Diario Hoy, Dinero del jueves 31 de julio de 2008, edición electrónica.

² ERCO – Informe de Marketing



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 comercializadas tienen un nicho específico de acuerdo a cuatro categorías (Premium, Value Best, Value Better, Budget) que se diferencian por características definidas del consumidor.

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 paso 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. Sin embargo, la apreciación del dólar a partir del segundo trimestre del 2008 y la capacidad de producción de la empresa (cercana al 100%) limitaron el crecimiento en el 2008 (11%). Las expansiones finalizadas en diciembre de 2008 y la instalación de nueva maquinaria (camión radial) inaugurada en abril 2009 permitirán que a inicios del segundo semestre se observen mejores resultados. La producción de la nueva maquinaria alcanzará el 100% de su capacidad, dependiendo de los resultados de las pruebas de calidad (16 llantas diferentes) que actualmente se están realizando en Continental AG en Alemania. El crecimiento en ventas entre abril 08 y abril 09 es de 6%, y de acuerdo a proyecciones entregadas por la Compañía, en el 2009 las ventas alcanzarían un crecimiento del 11% con respecto al 2008. En lo que va del año se ha logrado utilizar el 94% de la capacidad de la planta.

Al cierre del 2008 las ventas alcanzaron USD 103.875M, mientras que en abril llegaron a USD 34.189M, lo que en términos anualizados representa una reducción del 1.26% de las ventas. La Gerencia espera poder alcanzar las proyecciones del 2009 (USD 115.117M), en función de



mayores crecimientos en la segunda mitad del año. Este crecimiento estará sostenido por el mercado de exportación gracias a la integración con Continental AG y el mercado de reposición debido a las limitaciones a la importación de llantas convenidas por el gobierno. Es importante mencionar que el crecimiento deberá ser básicamente en unidades ya que el mercado de llantas es de alta competencia y es complicado transferir los costos al consumidor.

El crecimiento del costo de ventas ha mostrado una proporción normal y constante con los ingresos por ventas en los últimos años, manteniendo un margen bruto promedio del 12% para el periodo 2004-2007. Sin embargo, el alto precio de las principales materias primas durante el 2008 ajustó este indicador hasta 9%, mientras que a abril 2009 se redujo hasta 6%. Es importante mencionar que gran parte de las materias primas está ligada a precios del petróleo y que el efecto en el costo dura alrededor de 6 meses debido al tiempo que toma el transporte. Esto quiere decir que el efecto del costo de la materia prima comprada en el tercer trimestre del 2008 (precios históricamente altos del petróleo) tendrá efecto hasta abril 2009. Por esta razón, 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.

Los gastos operacionales para el periodo 2006-2008 se han mantenido en un promedio del 7% como proporción de las ventas con una tendencia a la baja, debido principalmente al proceso de reducción y control de gastos (PIP) iniciado por la administración en el año 2005. Sin embargo, en abril 2009 el indicador repunta hasta 9% especialmente por un incremento en gastos administrativos debido principalmente a un ajuste a la provisión para cuentas incobrables. El resultado operativo como proporción de las ventas se ha mantenido históricamente sobre 4%, sin embargo, el aumento en costo de ventas y de administración, por las razones expuestas anteriormente, este indicador se reduce a 2.5% en el 2008 y se vuelve negativo en abril 2009 (-3%). De esta manera, al cierre del 2008 el resultado operativo llegó hasta USD 2.631M representando el 55% del resultado obtenido en el 2007 (USD 4.784M), mientras que en abril el resultado fue negativo por USD1.009M. La Calificadora estima que este resultado podrá ser revertido en el segundo semestre impulsado por las sinergias de la integración con Continental AG y por la producción al 100% de la maquinaria de camión radial.

El peso del gasto financiero se ha incrementado paulatinamente llegando a USD 1.730M en el 2008, constituyendo el 1.7% de las ventas mientras que en abril alcanzó el 2.3%. 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. Siendo que las inversiones más importantes se han concluido y que el precio de la materia prima se ha reducido en más del 50% comparado con el tercer trimestre del año anterior, se esperaría que en los próximos años este indicador regrese a los niveles históricos en promedio de 1.4%

En el 2008, la empresa tuvo un ingreso no operacional de USD1.358M. Este ingreso proviene de intereses ganados (USD651M) y otros ingresos no operacionales netos (USD707), los cuales principalmente corresponden a 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 en el 2008 alcanzó USD 1.461M, esto representa el 42% de la utilidad al cierre del 2007 (USD 3.516M), mientras que en abril 2009 fue negativa por USD -1.136M. La principal razón para el resultado negativo es que en febrero una de las máquinas (mixer) estuvo fuera de funcionamiento lo que ocasionó que la empresa tenga que comprar materia prima a costos más altos. Esto produjo un resultado acumulado negativo, sin embargo los meses de marzo y abril ya son positivos. La meta de las proyecciones de la utilidad neta para el 2009 es de USD 3.202M, pensamos que este objetivo está dentro de los parámetros aceptables en un escenario normal.

Es importante destacar que la reducción en el margen bruto causó el deterioro en la rentabilidad de la empresa. En el 2007 el ROAE alcanzó 14.4% y en el 2008 se redujo a 5.5%. Por su parte el ROAA varió de 5.8% a 2.0% respectivamente. Estos indicadores son negativos en abril del 2009.

▪ ESTRUCTURA DEL BALANCE

Al cierre del 2008, ERCO cuenta con activos por USD 85.034M, esto significa un crecimiento del 33% comparado con el 2007. La base de este fuerte crecimiento se concentra en inventarios y maquinaria y equipo. Las cuentas más representativas del activo son cuentas por cobrar (30%), inventarios (30%) y propiedades (25%) constituidas principalmente por maquinaria.

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 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). El Fideicomiso está conformado en 88% por maquinaria y el resto por propiedades. En el 2008 el Fideicomiso representó USD 9.261M, mientras que en abril fue de USD 8.905M.

En lo que va del año, el activo está financiado en 32% por patrimonio y 68% 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 19% (USD 10.704M) corresponde a obligaciones financieras de corto plazo, mientras que las obligaciones financieras de largo plazo representan el 19% (USD 10.678M). Vale la pena destacar que en el 2008 la empresa se esforzó en cambiar la estructura de financiamiento de corto a largo plazo, gracias a líneas de crédito de entidades multilaterales del exterior y a la estructura de la emisión de obligaciones.

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

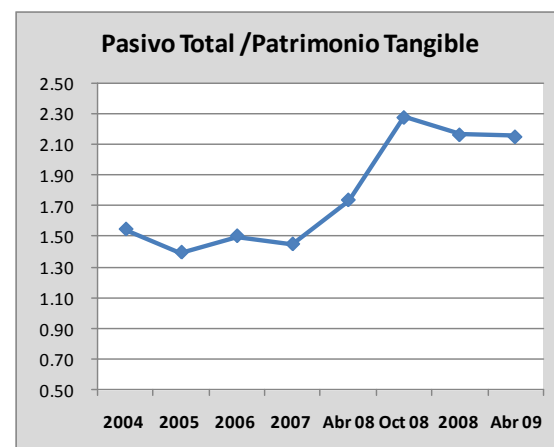
Las cuentas por cobrar son fundamentalmente comerciales y al 2008 alcanzaron USD 27.625M de los cuales existe una provisión acumulada para cuentas incobrables de USD 1.861M. Es importante mencionar que al momento ERCO se encuentra perjudicado por exportaciones realizadas a Venezuela ya que estas se tramitan a través del CADIVI (Comisión de Administración de Divisas), quien no ha realizado los pagos respectivos. Sin embargo, en los últimos meses la recuperación de CADIVI ha sido significativa para ERCO, por lo que actualmente el remanente por cobrar a Venezuela es de alrededor de USD 3.000M, frente a USD 7.500M a finales del 2008. Las cuentas incobrables están distribuidas de la siguiente manera: Ctas. por cobrar Nacional: USD 3.000M; Ctas. por cobrar Exterior: USD 1.407M; Refinanciamientos: USD 1.537M. 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 alrededor de 100 días en los últimos 3 años; sin embargo, en el 2008 éste llega a los 96 días debido a fuertes recuperaciones de Venezuela y Centroamérica. En abril, la cobertura vía provisión para cuentas dudosas alcanzó USD 2.296M, lo que representa un 9% del total de cuentas por cobrar, mejor que el 7% a finales del 2008. La empresa considera como cuentas dudosas a aquellos clientes que tengan cartera en mora mayor a 360 días que al momento suman USD 6.066M y representan el 25% de la cartera. Las provisiones acumuladas (USD 2.296M) cubren el 38% de la cartera en mora.

Por otro lado, existe una cuenta por cobrar con empresas relacionadas de USD 3.308M, originada en la comercialización de llantas. La mayor parte de esta deuda corresponde a Ercoparts Trading (Abr.09: USD 2.166M; 2008: USD 3.216M) y está respaldada con pagarés (renovables) a 180 días con una tasa de intereses del 10%.

ENDEUDAMIENTO

ERCO ha mantenido un saludable nivel de endeudamiento en los últimos años en promedio de 1.47 veces su patrimonio tangible (periodo 2004-2007); sin embargo, para octubre-08 el indicador sube hasta 2.24 veces, marcando el punto de apalancamiento más alto en los últimos cuatro años. Esto ocurrió debido a los

mayores requerimientos de capital de trabajo de la empresa como consecuencia de incrementos en el costo de 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 presionó aun más los indicadores de endeudamiento. La reducción en los precios de materia prima internacional y la culminación de las inversiones en expansión y del proyecto Camión Radial, han permitido que estos indicadores se reduzcan paulatinamente, sin embargo todavía sobre el límite que el Resguardo de endeudamiento permite. Así, el índice de endeudamiento al cierre del 2008 fue de 2.17 veces, mientras que en abril 2009 se redujo a 2.15 veces. BankWatch Ratings considera que niveles de apalancamiento cercanos a 2 veces el patrimonio tangible es considerado apretado para el tipo de industria en la que ERCO se desempeña. De acuerdo a las proyecciones de la empresa se estima que a finales del 2009 el indicador de endeudamiento estará dentro del límite considerado por el Resguardo (1.90 veces). El indicador de capitalización (deuda total / capitalización) durante los últimos 3 años se ha mantenido en alrededor del 36%, mientras que en el 2008 aumentó a 47%, el más alto en el periodo de análisis (Abril 2009: 45%). 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 en el 2008 el 48% de las obligaciones financieras están representadas por emisión de obligaciones mientras que el 52% está representado por el sistema financiero. Esta relación en el 2007 era de 36% a 64% respectivamente, lo que indica que el riesgo crediticio de la empresa recarga en una proporción similar en el sistema financiero y 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. A la fecha, la Junta General de Accionistas decidió transferir la utilidad neta del 2008 al fondo de reserva legal. El fortalecimiento subsecuente

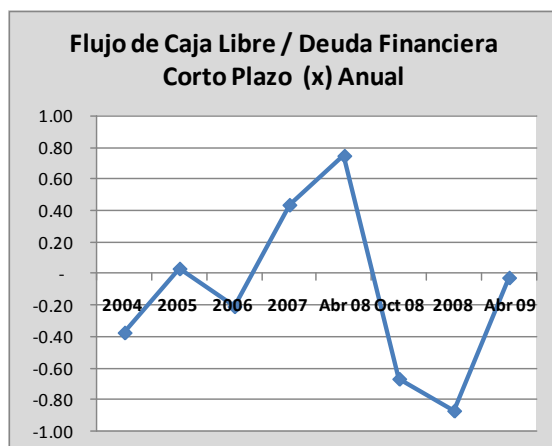
del patrimonio dependerá de los resultados que se obtengan y de las políticas de dividendos que se adopten, las cuales deberían ser conservadoras en vista del incremento del índice de endeudamiento, anteriormente indicado.

▪ CAPACIDAD DE PAGO Y LIQUIDEZ

Históricamente la empresa ha sido generadora de flujos operativos positivos suficientes e incluso excedentarios, para cubrir sus necesidades de capital de trabajo. Inclusive en el año 2008, cuando estas necesidades incrementaron de manera importante por la contracción de ventas y el incremento en el costo de la materia prima, la empresa generó flujo de caja operativo positivo. Debe mencionarse que en este caso los ajustes a los flujos por la depreciación son importantes en virtud de la naturaleza industrial del negocio.

Durante el año 2007 la empresa genera niveles de liquidez extraordinarios que le permite invertir en activos fijos, y reducir deuda financiera aunque una parte de la deuda de corto plazo tuvo que ser refinanciada.

En el año 2008, el flujo de caja operativo aunque positivo se reduce significativamente por las razones antes expuestas. Adicionalmente, la empresa realiza substanciales inversiones en CAPEX y reparte dividendos, lo cual requiere de financiamiento financiero. El nuevo endeudamiento presiona la liquidez de la empresa que se va recuperando gradualmente desde fines del 2008. A abril-09, el flujo de caja operativo de la empresa cubre aproximadamente un 33% de la deuda de corto plazo y un 50% de la porción corriente.



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 en el segundo semestre 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 en el 2008, 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 69% en el 2007 a 50% en abril 2009.

Por otro lado, podemos observar un incremento sustancial en el 2008 de otros pasivos corrientes, que representan al fondo de cesantía (USD 4.826M) que es manejado por la empresa y el cual pensamos no debería ser considerado como una fuente de fondeo estable para la empresa. Este fondo en abril 2009 representa USD 5.256M.

La recuperación de los indicadores de liquidez en las proyecciones se sustenta en el incremento en ventas, y en mejores márgenes tanto operativos como netos. Consideramos que las proyecciones presentadas son alcanzables en escenarios normales.

▪ ANALISIS DE LA GARANTIA Y RESGUARDOS

ANALISIS DE GARANTIA

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

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".

En abril 2009 los activos totales de la empresa suman USD 81.105M. De este valor, USD 14.680M son activos pignorados (incluye USD 8.905M de fideicomiso en garantía constituidos con activos fijos). Esto quiere decir que la empresa cuenta con USD 66.425M de activo libre para garantía de las emisiones de obligaciones. En circulación en el mercado tienen emisiones vigentes a largo plazo por USD 6.415M y a corto plazo USD 4.278M. Los valores en circulación ascienden a USD10.693M. Las emisiones representan el 16% de los activos susceptibles de constituirse en garantía general, lo que representa una cobertura de 6.2 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 2.15:1. Si hacemos una sensibilidad a este indicador restándole al patrimonio las cuentas por cobrar a relacionadas y accionistas, los anticipos a proveedores y los gastos pagados por anticipado, el indicador aumentaría a 2.64:1.

▪ **POSICIONAMIENTO DEL VALOR EN EL MERCADO, PRESENCIA BURSÁTIL, 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-05	Dec-06	Dec-07	Apr-08	Dec-08	Apr-09
RESULTADOS						
Ventas	73,580	80,956	93,446	32,345	103,875	34,189
% crecimiento	16.6%	10.0%	15.4%	3.8%	11.2%	-1.3%
MARGEN BRUTO (%)	13%	12%	12%	11%	9%	6%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	5,878	6,218	7,607	2,258	5,964	652
MARGEN EBITDA (%)	8.0%	7.7%	8.1%	7.0%	5.7%	1.9%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	5,878	6,218	7,607	2,258	5,964	652
MARGEN EBITDAR (%)	8.0%	7.7%	8.1%	7.0%	5.7%	1.9%
Cuota leasing del período	0	0	0	0	0	0
Depreciaciones, Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los gastos operativos)	2,695	3,187	3,439	1,058	3,763	1,662
EBIT (incluye en gastos administrativos participación empleados)	3,183	3,031	4,168	1,200	2,201	-1,009
Gasto Financiero del período	-740	-1,190	-1,535	-558	-1,730	-800
Impuestos a la renta	-311	-317	-573	-191	-368	0
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing)	6.8%	9.0%	11.1%	12.4%	9.0%	10.6%
UTILIDAD NETA	1,821	1,918	3,516	765	1,461	(1,136)
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	9.2%	8.8%	14.4%	8.8%	5.5%	-13.0%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	3.7%	3.6%	5.8%	3.4%	2.0%	-4.1%
FLUJO DE CAJA						
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización, Provisiones)	4,516	5,105	6,955	1,823	5,224	526
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	-2,952	-4,215	-1,198	3,066	-4,651	1,323
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	1,564	890	5,757	4,889	573	1,848
Inversión en Activos Fijos	-1,319	-3,298	-2,155	-2,672	-9,845	-1,955
Otras Inversiones, Neto	0	0	0	0	0	0
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos no operativos)	245	-2,408	3,602	2,217	-9,272	-107
Variación Neta de Deuda Financiera	-108	4,830	-3,600	2,886	11,517	-2,213
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	0	0	0	0	0	0
Pago de Dividendos	0	0	0	-791	-791	0
Otros Financiamientos, Neto	-656	-3,017	-412	-2,725	-253	975
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período	-519	-595	-410	1,587	1,201	-1,346
FLUJO DE CAJA (Ajustado FITCH)						
EBITDA OPERATIVO	5,878	6,218	7,607	2,258	5,964	652
(-) Gasto Financiero del período	-740	-1,190	-1,535	-558	-1,730	-800
(-) Impuesto a la renta del período	-311	-317	-573	-191	-368	0
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	4,827	4,711	5,499	1,509	3,866	-148
(-) Variación Capital de Trabajo	-2,952	-4,215	-1,198	3,066	-4,651	1,323
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	1,875	496	4,301	4,575	-785	1,175
(+) Ingresos no operativos que impliquen flujo	247	407	1,456	125	1,358	730
(-) Egresos no operativos que impliquen flujo	-558	-13	0	189	0	-57
(-) Dividendos totales pagados a los accionistas en el período	0	0	0	-791	-791	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-1,319	-3,298	-2,155	-2,672	-9,845	-1,955
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	245	-2,408	3,602	1,426	-10,063	-107
FFO MARGIN (FFO / ventas)(%)	6.56%	5.82%	5.88%	4.67%	3.72%	-0.43%
Cuota leasing del período	0	0	0	0	0	0
EBITDAR OPERATIVO (EBITDA + CUOTA LEASING DEL PERÍODO)	5,878	6,218	7,607	2,258	5,964	652
BALANCE						
Caja e Inversiones Corrientes	539	1,010	410	762	1,978	632
Activos Totales	49,689	56,727	64,121	70,464	85,034	81,105
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye leasing)	8,915	11,300	8,316	5,740	11,478	10,704
Pasivo financiero Largo Plazo	1,934	4,379	3,763	9,225	12,118	10,678
Financiamiento Leasing	0	0	0	0	0	0
Obligaciones Financieras Total (ajustada a leasing)	10,849	15,679	12,079	14,965	23,596	21,383
Pasivos con Proveedores	9,003	8,435	13,987	14,466	20,330	16,970
Otros Pasivos	9,085	9,943	11,869	16,045	14,252	17,031
Pasivos Totales	28,937	34,057	37,935	45,476	58,178	55,384
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	20,752	22,670	26,186	26,162	26,856	25,722
Patrimonio Tangible	18,283	17,673	20,299	17,852	20,304	21,008
Activos restados al Patrimonio para generar patrimonio tangible	2,469	4,997	5,887	8,310	6,552	4,714
Capitalización ****	31,601	38,349	38,265	41,127	50,452	47,104
Pasivos contingente	0	0	0	0	0	0
ACTIVO PIGNORADO	7,169	9,129	7,354	5,535	5,287	5,775
Derechos Fiduciarios	0	0	0	9,024	9,261	8,905
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones	42,520	47,598	56,767	55,905	70,486	66,425
Emisión de Obligaciones en Circulación	0	1,967	5,358	13,375 [§]	11,402	10,693
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x)	0	24	11	4	6	6
Límite Legal para Emitir Obligaciones	34,016	38,078	45,414	44,724	56,389	53,140

(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-05	Dec-06	Dec-07	Apr-08	Dec-08	Apr-09
INDICADORES FINANCIEROS						
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	7.94	5.23	4.96	4.05	3.45	0.82
(EBITDA - Inver.en Activo Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	6.16	2.45	3.55	-0.74	-2.24	-1.63
EBITDAR / cargos fijos (intereses y cuota leasing del período)	7.94	5.23	4.96	4.05	3.45	0.82
Deuda Financiera Total / EBITDA o EBITDAR (x) Anual	1.85	2.52	1.59	2.21	3.96	10.93
Deuda Financiera Neta / EBITDA o EBITDAR (x) Anual	1.75	2.36	1.53	2.10	3.62	10.60
Deuda Financiera Total (ajustada a leasing) / FFO (x)	2.25	3.33	2.20	3.30	6.10	-48.32
(FCF) Flujo de caja libre/ deuda financiera total (ajustada al leasing) (%)	2%	-15%	30%	29%	-43%	-1%
Deuda Financiera Total ajustada leasing / Capitalización (%)	34%	41%	32%	36%	47%	45%
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	14%	6%	8%	7%	9%	10%
Deuda Financiera Total ajustada leasing / Pasivo Total (%)	37%	46%	32%	33%	41%	39%
Pasivo Total NO ajustada leasing / Patrimonio (x)	1.39	1.50	1.45	1.74	2.17	2.15
Pasivo Total NO ajustado leasing / Patrimonio Tangible (x)	1.39	1.50	1.45	1.74	2.17	2.15
Pasivo Total ajustado leasing / Patrimonio Tangible (BWR estresado)	1.58	1.93	1.87	2.55	2.87	2.64
Deuda Financiera / Patrimonio Tangible	0.52	0.70	0.47	0.58	0.89	0.84
Deuda Financiera / Patrimonio Tangible (BWR estresado)	0.59	0.89	0.60	0.84	1.16	1.02
LIQUIDEZ						
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (ajustado a leasing)	82.2%	72.1%	68.8%	38.4%	48.6%	50.1%
Caja e Inv. Corrientes / Deuda Financiera Corto Plazo (incluyendo cuota leasing)	6.0%	8.9%	4.9%	13.3%	17.2%	5.9%
FFO / intereses del período (FFO/interest cover)	752.3%	495.9%	458.2%	370.6%	323.5%	81.6%
CFO / intereses del período (CFO/interest cover)	353.4%	141.7%	380.2%	920.4%	54.6%	246.9%
FFO / cargos fijos (intereses periodo+cuota leasing)	752.3%	495.9%	458.2%	370.6%	323.5%	81.6%
CFO / cargos fijos	253.4%	41.7%	280.2%	820.4%	-45.4%	146.9%
FFO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.54	0.42	0.66	0.79	0.34	-0.04
CFO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.21	0.04	0.52	2.39	-0.07	0.33
FFO / Porción Corriente LP (x) Anual	1.06	0.87	1.69	1.67	0.61	-0.06
CFO / Porción Corriente LP (x) Anual	0.41	0.09	1.32	5.07	-0.12	0.50
EBITDAR / (Deuda Financiera Corto Plazo + Cuota leasing período) (x) Anual	0.66	0.55	0.91	1.18	0.52	0.18
EBITDAR / (Deuda Financiera Corto Plazo + Cuota leasing período + Gasto financiero período) (x) Anual	0.72	0.62	1.12	1.67	0.61	0.24
EBITDAR / (Porción Corriente Deuda LP + Cuota leasing + Gastos Financieros) (x) Anual	1.11	0.94	1.59	1.55	0.74	0.21
Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.03	-0.21	0.43	0.75	-0.88	-0.03
Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	0.11	-0.88	1.33	1.76	-1.68	-0.06
OTROS INDICES						
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	11,461	15,073	18,973	22,790	21,579	18,329
Liquidez Acida (x)	0.96	1.04	1.05	1.22	0.91	0.83
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales) / Pasivo Corriente (x)	0.78	0.80	0.80	0.86	0.66	0.62
Activo corriente / Pasivo Total (x)	1.25	1.24	1.32	1.20	1.09	1.06
Patrimonio / Activo Total (x)	0.42	0.40	0.41	0.37	0.32	0.32
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	4	4	4	3	4	4
Días de cuentas por cobrar	101	99	101	105	96	94
Rotación de inventarios (x)	5	5	5	5	4	4
Días de inventarios	71	71	77	68	98	95
Rotación de cuentas por pagar (x)	7	8	6	5	5	6
Días de cuentas por pagar	51	42	61	65	78	64
Rotación Capital de Trabajo	6	5	4	4	4	5
Días de Capital de Trabajo	64	76	83	95	82	69
Días de Ciclo de Operación	-58	-52	-33	-12	-34	-56

(x) Índice expresado en número de veces