

**Ecuador**  
**EMISION GENERAL DE**  
**OBLIGACIONES**

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

**Calificación – Cuarto Seguimiento**

Tipo de Instrumento	Calif. Actual	Calif. Anterior	Ultimo Cambio
Emisión de Obligaciones	<b>A+</b> "Calificación en Observación"	<b>A+</b> "Calificación en Observación"	Ago.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)
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 Obligacionistas:	Global Advise Cia. Ltda.

**Contactos**

Sebastián Baus P.  
 (593 2) 222 23 23  
[Sebastian.baus@bankwatchratings.com](mailto:Sebastian.baus@bankwatchratings.com)

Patricio Baus H.  
 (593 2) 254 83 93  
[pbaus@bankwatchratings.com](mailto: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 50 % 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 alrededor del 45% del mercado. ERCO exporta a varios países en Centro y Sur América que representa cerca del 30% de sus ventas.

**RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACION**

El Comité de Calificación de Bankwatch Ratings decidió mantener en **A+ (A más)** como "Calificación de Riesgo en Observación" a la calificación de la emisión de obligaciones descrita. De acuerdo a la descripción de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores: "La Calificadora de riesgo, ante eventos que puedan influenciar el cambio de la categoría de calificación de riesgo de un valor determinado, podrá ubicar la calificación de riesgo como "calificación de riesgo en observación" (credit watch)." La calificación de **A+ (A más)** "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."

El Comité decidió mantener en Observación la Calificación de ERCO, tomando en cuenta que la huelga laboral que afrontó la empresa todavía no tiene una definición clara. La Resolución de "legal e ilícita" por parte del Tribunal de Conciliación y Arbitraje dejan varias interrogantes de los efectos que estos puedan traer a la empresa en el futuro. Además la producción de la empresa todavía no puede ser reiniciada debido a que el Comité de Empresa sigue controlando las instalaciones. La calificación reconoce la notable mejora en los indicadores de capacidad de pago en comparación con la revisión anterior (datos a Abril09). Sin embargo, se advierte que gran parte de la mejora obedece a menores requerimientos de capital de trabajo, debido a la paralización de la producción. Las ventas de la empresa hasta el momento no se han visto sustancialmente afectadas con la huelga, gracias a los altos niveles de inventario que la empresa mantenía fuera de las instalaciones tomadas y a la importación de llantas de su mayor accionista.

La calificación incorpora las perspectivas positivas del negocio debido a la integración con el Grupo Continental AG (mayor accionista), 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. Sin embargo, la Calificadora estima que será un desafío importante de la administración el mantener los niveles actuales de endeudamiento y capacidad de pago de la empresa como consecuencia de la paralización de la producción lo cual

**FECHA COMITE: Octubre/29/ 2009**

**ESTADOS FINANCIEROS A: Septiembre 2009**

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.



limitará el crecimiento proyectado en ventas y presionará los márgenes esperados.

La Calificadora monitoreará permanentemente el desarrollo de los acontecimientos laborales y sus efectos en las perspectivas y proyecciones. Especialmente en relación a la capacidad de pago para honrar las obligaciones de la empresa, lo cual determinará las decisiones del Comité de Calificación en relación a la categoría de calificación y sus perspectivas. Dependiendo del giro de los acontecimientos la calificación pudiera modificarse en cualquier sentido.

La 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 podría verse perjudicada si en el futuro cercano no se concreta un acuerdo definitivo entre la administración y el Comité de Empresa y si los efectos de la paralización alteran las perspectivas positivas analizadas para el 2009.

#### ▪ **ANALISIS 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.
- Red de comercialización organizada y distribuida a nivel nacional.
- Buen Gobierno Corporativo.

##### **OPORTUNIDADES**

- Sólido crecimiento del mercado automotor 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**

- Incumplimiento del resguardo que limita el endeudamiento de la compañía debido a inversiones realizadas en activos fijos (Oct.08), lo cual demuestra la disposición de la administración y de los accionistas en este sentido.
- Frágiles Relaciones Laborables.
- Alta rotación de los niveles más altos de administración.

#### **AMENAZAS**

- Restricciones en el otorgamiento de créditos por parte del Sistema Financiero.
- 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.
- Efectos de la huelga y paralización de la planta.

#### ▪ **HECHOS RELEVANTES Y SUBSECUENTES**

- El 31 de julio de 2009 el Comité de Empresa ERCO (453 trabajadores) se toman las instalaciones e inician huelga demandando cinco solicitudes dentro de las cuales la más controversial ha sido el retiro del Sistema Integrado de Manufactura (SIM). Las otras peticiones son: Remuneración igual (valoración de cargos); incremento en salarios; aumento de un día de vacación para un grupo de trabajadores y pago de indemnización por incumplimiento del Código de Trabajo.

- El 21 de agosto de 2009 se llega a un acuerdo y se suspende la huelga por un periodo de 45 días hasta que una comisión tripartita entre representantes de los trabajadores, empleadores y del Ministerio revisen las características del SIM.

- El 8 de octubre de 2009 el Comité de Empresa ERCO, reinicia la huelga.

- El 16 de octubre de 2009, el proceso pasa a discutirse en el Tribunal de Conciliación y Arbitraje, quien debe definir si la huelga es legal o ilegal, lícita o ilícita.

- El 29 de octubre de 2009, el Tribunal de Conciliación y Arbitraje define que la huelga es legal e ilícita. La Resolución indica que los trabajadores presentaron la huelga en forma legal, sin embargo, es ilícita porque no se respetaron las garantías (sellos para precautelar la seguridad de la planta).

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

- En agosto 2009, Fitch Ratings baja la calificación internacional de Continental AG de BB- a B+ con observación negativa. Las calificaciones internacionales NO son comparables con las locales.

**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 septiembre 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 Sucres, mientras que en septiembre 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 septiembre 2009 el mercado de reposición representó el 60% de las ventas, mientras que equipo original el 13% 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 septiembre 2009 el 95% representa producción nacional y el 5% es importado. La participación de importaciones aumentará en el futuro como consecuencia de la paralización de la planta, ya que para abastecer al mercado, la empresa

importa de los diferentes Continental ubicados alrededor del mundo. 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%
Continental Tire NA Inc.	USA	19%
Empronorte Overseas Inc.	PAN	16%
Otros		34%

Es importante mencionar que a septiembre la participación de Continental Tire NA y General Tire Int. en conjunto suman 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 B+ 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
<b>Total</b>	<b>926</b>	<b>7</b>	<b>933</b>

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. El próximo contrato colectivo debe negociarse en marzo del 2010, sin embargo, por razones de la huelga podría ser negociado con antelación.

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	Fabian Córdoba
Vicepresidente Finanzas	Darwin Zabala
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 en los últimos años han existido varios cambios en la plana gerencial. El actual Presidente Ejecutivo, se posesionó en julio del 2007 y el actual Vicepresidente de Finanzas se posesionó en julio 2009, siendo que el anterior se había posesionado en octubre del 2008. En junio de 2009, el Vicepresidente Comercial de la empresa salió después de 6 años en la empresa y está siendo reemplazado temporalmente por Fabian Córdoba quien ha estado en el área comercial por 15 años.

### ■ ANALISIS ECONOMICO

La economía ecuatoriana durante el primer semestre del 2009 se la puede describir en dos momentos distintos.

Un primer momento al inicio del año en que los principales indicadores macroeconómicos mostraban perspectivas desfavorables para la economía en un entorno de incertidumbre frente a la proximidad del proceso electoral. El precio internacional del barril de crudo Oriente, referencial para las exportaciones de petróleo ecuatoriano, venía con una fuerte tendencia decreciente desde el mes de noviembre 2008. Durante los primeros meses del 2009, el precio se mantuvo en torno a USD 35 por barril, el menor registrado desde el 2005.

Debido a la contracción de las exportaciones petroleras y el acelerado crecimiento de las importaciones, la Balanza Comercial ecuatoriana tuvo un déficit mensual durante el último trimestre del 2008. En el mes de ene-09 el Gobierno adoptó una política de restricciones arancelarias para limitar las importaciones.

En cuanto al consumo interno, la incertidumbre generada por las elecciones presidenciales desestimuló el consumo de hogares y mantuvo en expectativa a los agentes económicos. Mientras que en el 2008 el consumo de los hogares creció en 7% durante el 2009 se prevé un crecimiento del 1.79%.

En un segundo momento la economía experimentó un ligero cambio en las perspectivas. Una vez realizadas las elecciones presidenciales y con un Gobierno con un

importante porcentaje de aceptación, el panorama político aparenta estabilizarse. A partir del mes de abril el precio del barril de petróleo cambia su tendencia y presenta un alza hasta llegar a cotizarse en USD 62.78 a junio 09. A septiembre-09, el valor unitario del precio del barril se ubica en USD70.61.

La probabilidad de una desdolarización de la economía se debilita en el segundo trimestre frente a la posibilidad del incremento del ingreso de divisas con un mayor precio internacional del crudo y por tanto mayores exportaciones. Las exportaciones en el período enero-julio se reducen en 40.50% del 2008 al 2009 según datos del BCE, ya que los precios del petróleo, todavía no compensan el nivel de producción. Las importaciones en el período enero-julio se redujeron en 16.80% del 2008 al 2009. La balanza comercial acumulada a julio-09, presenta un déficit de USD -701.98 millones.

El Gobierno mantiene la necesidad de incrementar el flujo de divisas que le permita tener una reserva suficiente para sostener la dolarización de la economía. Al mes de junio-09 la Reserva Monetaria de Libre Disponibilidad (RILD) se redujo en -37.38% frente al monto que existía en ene-09, a agosto se recupera por lo que la reducción acumulada desde enero a agosto-09 es de -8.19%.

En todo caso, la inestabilidad política y las estrategias económicas del gobierno han profundizado la vulnerabilidad del Ecuador frente a variaciones en el precio del petróleo y a la crisis mundial; la sostenibilidad de la dolarización por lo tanto depende de los mencionados factores externos y de las políticas de gasto del gobierno. Contribuirían a la estabilidad del sistema monetario actual nuevas alternativas de financiamiento para el estado ecuatoriano, las cuales se ven limitadas por el riesgo crediticio que éste representa y la baja liquidez externa.

Se esperaría que el Ecuador cierre la brecha fiscal de este año con una combinación de fondos de instituciones multilaterales, ventas de petróleo a Petrochina y con el sistema público de pensiones.

Mientras que el crecimiento del PIB en el 2008, fue de 6.52%, se esperaría que para el 2009 este varíe en menos del 1%.

La inflación anual a septiembre-09 es de 3.29% (agosto-09, 3.33%). La inflación acumulada a septiembre-09 es de 3.12%, mayor a la inflación acumulada a agosto-09 de 2.48%.

El 2010 presentará retos importantes especialmente en torno a la escasez de fuentes externas de financiamiento y a una política de control del gasto.

Se observa con preocupación la pérdida de autonomía del sistema financiero privado que debe sujetarse a decisiones políticas más que técnicas en función de las nuevas normas que regulan las tasas de interés, el cobro de servicios, el manejo de la liquidez y de los activos.

## 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.

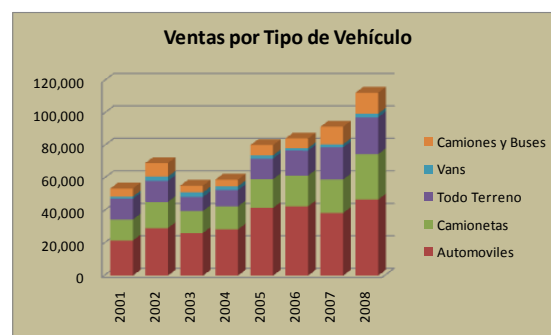
Las ventas de automotores nuevos durante 2008 crecieron 21% frente al 2007. De acuerdo a su procedencia, el 59% fueron importados y el 42% fueron ensamblados en el país, mejorando su participación en alrededor de 6 puntos porcentuales; a dic-08, la producción local anual por ensambladoras fue de 71,210<sup>1</sup> 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.

<sup>1</sup> Diario Hoy, Dinero del jueves 31 de julio de 2008, edición electrónica.

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.

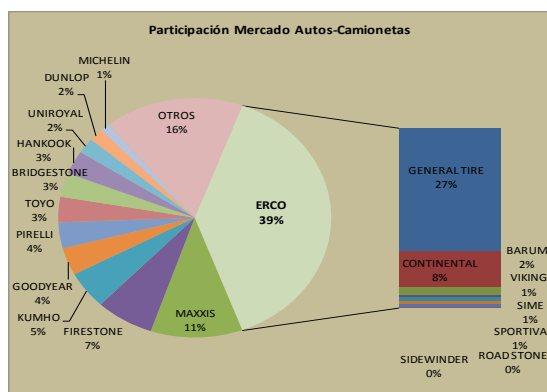
Alrededor del 65% de las ventas del sector automotor se realizan a crédito, de manera que las facilidades y condiciones de dichos préstamos determinan en gran medida la evolución de esta actividad. Como se mencionó en el análisis económico, pensamos que el crédito podría verse limitado en el futuro.

**POSICIONAMIENTO DE LA EMPRESA**

**Segmentación del mercado de llantas ERCO<sup>2</sup>**

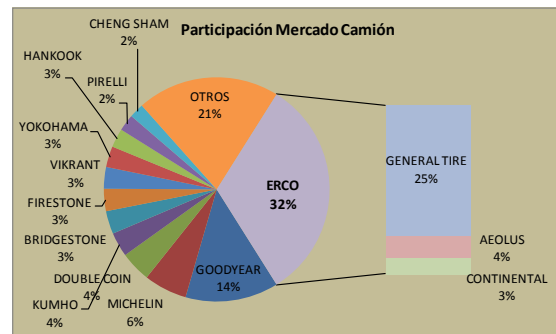
El mercado de llantas está dividido en dos grandes segmentos, el primero llamado PLT (Passenger and Light Truck) es decir llantas para auto y camioneta y el segundo segmento es el de vehículos pesados o comerciales llamado CVT (Comercial Vehicles Tires).

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:



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 Mercado<sup>2</sup>**

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

2 ERCO – Informe de Marketing



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 el periodo 2006-2008 ERCO mantuvo un crecimiento promedio de sus ventas de 12%, 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 (cerca 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 daban indicios de que en el segundo semestre de este año se observarían mejores resultados. No obstante, a finales de julio el Comité de Empresa se declara en huelga y se toma las instalaciones de la compañía cesando la producción por 21 días. La huelga se suspende el 21 de agosto y se reinicia el 8 de octubre hasta la fecha. Por esta razón el crecimiento en ventas durante este año ha sido irregular y consideramos que será un reto importante para la Gerencia cumplir con sus proyecciones de crecimiento en ventas del 11% para el 2009. El crecimiento anualizado en ventas a septiembre 2009 es de 5.7%. Al cierre del 2008 las ventas alcanzaron USD 103.875M, mientras que a septiembre 2009 llegaron a USD 82.358M, y las proyecciones para el cierre del 2009, que no han sido actualizadas después de la huelga, alcanzan USD 115.117M. Es importante mencionar que el efecto de la huelga en ventas no ha sido mayor debido a que la empresa mantenía niveles altos de inventario, lo que permitió que las ventas no se detengan a pesar del cierre de la compañía. La Gerencia de la empresa estima que la producción se reiniciará a mediados de noviembre; sin embargo, esto dependerá de la resolución final por parte del Tribunal de Conciliación y Arbitraje. Cuando se reinicie la producción, el desafío será alcanzar la producción obtenida antes de la huelga (mayor a 6.000 llantas por día). La capacidad de la producción de la nueva maquinaria dependerá de los resultados de las pruebas de calidad (16 llantas diferentes) que actualmente se están realizando en Continental AG en Alemania. En lo que va del año se ha logrado utilizar el 94% de la capacidad de la planta.

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 septiembre 2009 aumentó hasta 13.5%. Este incremento está influenciado porque en el periodo de la huelga se dejó de comprar materia prima y también debido a que con la integración con Continental la negociación de materia prima es favorable, especialmente con un mejor manejo en la volatilidad de los precios. Es importante mencionar que gran parte de las materias primas está ligada a precios del petróleo. El margen podría verse presionado dependiendo del tiempo que dure la huelga, ya que la importación de llantas por parte de la empresa para no perder participación del mercado local, tiene menores márgenes.

Los gastos operacionales para el periodo 2006-2008 se han mantenido en un promedio del 7% como proporción de las ventas. Sin embargo, en septiembre 2009 el indicador repunta hasta 8.7% especialmente por un incremento en gastos administrativos debido a un ajuste en la provisión para cuentas incobrables. Este indicador podría perjudicarse dependiendo de la resolución definitiva por parte del Tribunal de Conciliación y Arbitraje y de la negociación del nuevo contrato colectivo. 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. Sin embargo, este indicador aumenta hasta 4.8% en septiembre 2009 impulsado por el aumento de margen bruto, con relación a la huelga y la no compra de materia prima. De esta manera, en septiembre el resultado operativo llegó hasta USD 3.932M representando el 62% de la proyección al cierre del 2009 (USD 6.366M). En el futuro, este resultado dependerá de la eficiencia en producción que se logre una vez que se termine la huelga, para poder compensar el tiempo que la producción ha permanecido detenida. A esto se suma que a finales de año la empresa cierra la fábrica por dos semanas para mantenimiento. La Calificadora estima que este resultado podrá ser impulsado en el primer semestre del 2010 por las sinergias de la integración con Continental AG y por la producción al 100% de la maquinaria de camión radial, siempre y cuando el tema laboral se solucione definitivamente.

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 septiembre alcanzó el 2.2% (USD 1.826M). 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 tiene un nuevo manejo apoyado en el poder de negociación de su principal accionista (Continental AG), se esperaría que en los próximos años este indicador regrese a los niveles históricos en promedio de 1.4%.

A septiembre, la empresa tuvo un ingreso no operacional de USD 1.648M, 20% mayor al mostrado en el 2008 (USD 1.358M). Este ingreso proviene principalmente de comisiones por contratos de asistencia técnica



(USD511M), intereses ganados (USD339M), ventas de desperdicio (USD253M) y otras ventas brutas (USD455), las cuales se generaron por venta de materia prima comprada y no utilizada debido a la huelga. 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 a septiembre 2009 generó USD2.053M. Es importante mencionar que a inicios de año la empresa obtuvo un resultado negativo debido a que en febrero una de las máquinas (mixer) estuvo fuera de funcionamiento, sin embargo, la empresa revirtió el resultado a mayo. La meta de proyecciones de utilidad neta para el 2009 es de USD 3.202M, pensamos que será un desafío para la empresa alcanzar dicha meta tomando en cuenta que en el periodo de huelga se realiza mayores importaciones para abastecer al mercado, consecuentemente con márgenes menores.

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%, mientras que a septiembre se mejoró hasta 9.8%. Por su parte el ROAA varió de 5.8% a 2.0% del 2007 al 2008, y a septiembre se recuperó a 3.3%.

#### ▪ 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 concentró en inventarios y maquinaria y equipo. En septiembre los activos llegaron a USD79.251M. Las cuentas más representativas son propiedades (29%) constituidas principalmente por maquinaria, cuentas por cobrar comerciales netas (28%) e inventarios (27%).

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 septiembre fue de USD 8.298M.

En lo que va del año, el activo está financiado en 36% por patrimonio y 64% por pasivo, mientras que al cierre del 2008 esta relación representaba el 32% a 68% respectivamente. Si bien observamos una mejora en los

niveles de apalancamiento comparado con el año anterior, todavía no se alcanza el nivel promedio del periodo 2005-2007 de 41% a 59% respectivamente. Dentro de la estructura del pasivo, el 23% (USD 11.820M) corresponde a cuentas por pagar proveedores, el 20% obligaciones financieras de corto plazo (USD9.992M), mientras que las obligaciones financieras de largo plazo representan el 16% (USD 7.845M). 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 por cobrar son fundamentalmente comerciales y a septiembre alcanzaron USD 24.906M de los cuales existe una provisión acumulada para cuentas incobrables de USD 2.707M. Es importante mencionar que en este año la recuperación de CADIVI (Comisión de Administración de Divisas) por exportaciones realizadas a Venezuela, ha sido significativa para ERCO, por lo que actualmente el remanente por cobrar a Venezuela es de alrededor de USD 185M, frente a USD 7.500M a finales del 2008. Las cuentas incobrables están distribuidas de la siguiente manera: Ctas. por cobrar Nacional: USD 2.740; Ctas. por cobrar Exterior: USD 1.398M; Refinanciamientos: USD 1.162M. 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. A raíz de la huelga, las políticas de financiamiento y cuentas por cobrar se ajustaron, lo que redujo la rotación de cuentas por cobrar a 82 días, comparado con 99 días que ha sido el promedio del periodo 2006-2008. Las fuertes recuperaciones de Venezuela y Centroamérica, también apoyaron para reducir este índice. A septiembre, la cobertura vía provisión para cuentas dudosas representa el 11% 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 2.565M y representan el 10% de la cartera. Las provisiones acumuladas (USD 2.707M) cubren en 1.06 veces la cartera en mora.

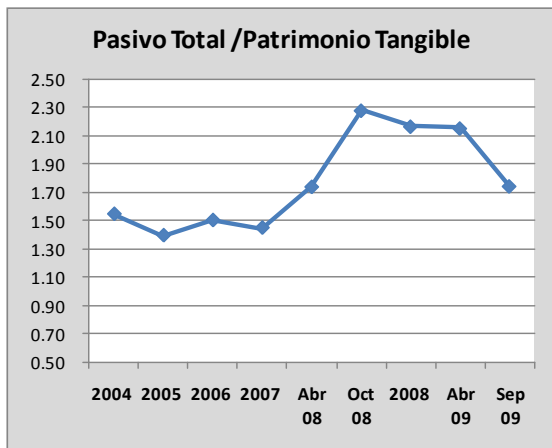
Por otro lado, existe una cuenta por cobrar con empresas relacionadas de USD 2.050M, originada en la comercialización de llantas. La mayor parte de esta deuda corresponde a Ercoparts Trading (Sept.09: USD 1.518M; 2008: USD 3.216M) y está respaldada con pagarés (renovables) a 180 días con una tasa de 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 a finales del 2008 en el proyecto “Camión radial” financiado por la emisión de obligaciones presionó aun más los indicadores de endeudamiento, llevándolo hasta 2.17 veces. 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. Así, el nivel de endeudamiento a septiembre es de 1.74 veces su patrimonio tangible, por debajo del límite que el Resguardo de endeudamiento permite (1.90 veces).

El indicador de capitalización (deuda total / capitalización) para el periodo 2005-2007 se ha mantenido en alrededor del 36%, mientras que en el 2008 aumentó a 47%, sin embargo, a septiembre disminuyó hasta 38%. El comportamiento del pasivo frente al patrimonio tangible muestra una mejora en relación a los riesgos transferidos de los accionistas al mercado de valores y a los proveedores.



Es importante mencionar que a septiembre, similar al 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 en la actualidad, el riesgo crediticio de la empresa recarga en una proporción similar en el sistema financiero y el mercado de valores.

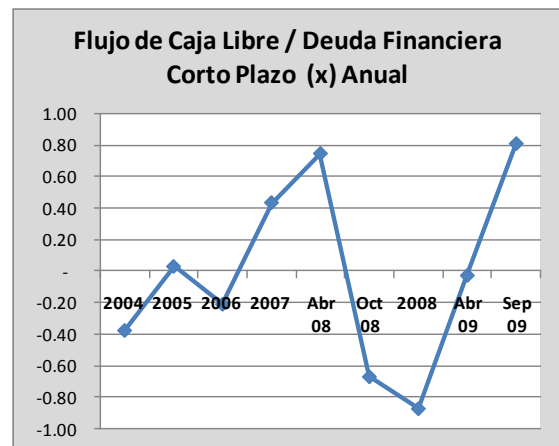
El patrimonio de los accionistas ha crecido en los últimos tres años en promedio 11.5% explicado por la capitalización de la totalidad de las utilidades a excepción del 2007 año en el que se decidió repartir USD791M como dividendos, que representa el 22% del total de utilidades. A la fecha, la Junta General de Accionistas decidió transferir la utilidad neta del 2008 al fondo de reserva legal. La empresa no cuenta con una política de dividendos definida por lo que el fortalecimiento subsecuente del patrimonio dependerá de los resultados que se obtengan.

**■ 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 septiembre-09, el flujo de caja operativo de la empresa cubre aproximadamente 1.23 veces la deuda de corto plazo y un 2.88 veces la porción corriente de la deuda a largo plazo.



Gran parte de la mejora en los flujos, se debe a menores requerimientos de capital de trabajo debido al cierre de la planta, sumado a una reducción notable de inventarios. Además a septiembre existe un aumento sustancial de gastos acumulados por pagar, compuesto primordialmente por diferentes provisiones, en especial para compensar la menor producción de diciembre debido a que la empresa cierra por dos semanas para mantenimiento. Históricamente, las cuentas del activo que exigían mayores demandas de financiamiento fueron: cuentas por cobrar, inventarios e inversiones en activos fijos.

Por otro lado, se debe mencionar que la empresa maneja el fondo de cesantía que a septiembre sumaba USD5.758M, el cual pensamos no debería ser



considerado como una fuente de fondeo estable para la empresa.

La actual recuperación de los indicadores de liquidez podrá verse presionada una vez que la empresa vuelva a funcionar, debido a mayores requerimientos de capital de trabajo. Las proyecciones de la empresa estiman una mejora de la liquidez sustentada en el incremento en ventas, y en mejores márgenes tanto operativos como netos. Consideramos que será un gran reto para la empresa recuperar el nivel de producción y los márgenes obtenidos antes de la huelga.

## ▪ 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”.

A septiembre 2009 los activos totales de la empresa suman USD 79.251M. De este valor, USD 14.805M son activos pignorados (incluye USD 8.298M de fideicomiso en garantía constituidos con activos fijos). Esto quiere decir que la empresa cuenta con USD 64.447M de activo libre para garantía de las emisiones de obligaciones. En circulación en el mercado tienen emisiones vigentes a largo plazo por USD 4.276M y a corto plazo USD 4.278M. Los valores en circulación ascienden a USD 8.554M. Las emisiones representan el 13% de los activos susceptibles de constituirse en garantía general, lo que representa una cobertura de 7.5 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.

La empresa incumplió dicho resguardo en octubre del 2008, alcanzando 2.28:1; sin embargo, es importante mencionar que a la fecha, la empresa cumplió con el resguardo comprometido, ya que el nivel de endeudamiento actual es de 1.74:1. 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 2.07:1.

## ▪ 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 (USD 8.000M), 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-06	Dec-07	Dec-08	Apr-09	Sep-09
<b>RESULTADOS</b>					
Ventas	80,956	93,446	103,875	34,189	82,358
% crecimiento	10.0%	15.4%	11.2%	-1.3%	5.7%
<b>MARGEN BRUTO (%)</b>	12%	12%	9%	6%	13%
<b>EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)</b>	<b>6,218</b>	<b>7,607</b>	<b>5,964</b>	<b>652</b>	<b>6,861</b>
<b>MARGEN EBITDA (%)</b>	7.7%	8.1%	5.7%	1.9%	8.3%
<b>EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)</b>	<b>6,218</b>	<b>7,607</b>	<b>5,964</b>	<b>652</b>	<b>6,861</b>
<b>MARGEN EBITDAR (%)</b>	7.7%	8.1%	5.7%	1.9%	8.3%
Cuota leasing del período	0	0	0	0	0
Depreciaciones, Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los gastos operativos)	3,187	3,439	3,763	1,662	3,412
<b>EBIT (incluye en gastos administrativos participación empleados)</b>	<b>3,031</b>	<b>4,168</b>	<b>2,201</b>	<b>-1,009</b>	<b>3,449</b>
Gasto Financiero del período	-1,190	-1,535	-1,730	-800	-1,826
Impuestos a la renta	-317	-573	-368	0	-684
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing)	9.0%	11.1%	9.0%	10.6%	11.8%
<b>UTILIDAD NETA</b>	<b>1,918</b>	<b>3,516</b>	<b>1,461</b>	<b>(1,136)</b>	<b>2,053</b>
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	8.8%	14.4%	5.5%	-13.0%	9.8%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	3.6%	5.8%	2.0%	-4.1%	3.3%
<b>FLUJO DE CAJA</b>					
<b>Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización, Provisiones)</b>	5,105	6,955	5,224	526	5,465
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	-4,215	-1,198	-4,651	1,323	4,893
<b>Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)</b>	<b>890</b>	<b>5,757</b>	<b>573</b>	<b>1,848</b>	<b>10,358</b>
Inversión en Activos Fijos	-3,298	-2,155	-9,845	-1,955	-4,302
Otras Inversiones, Neto	0	0	0	0	0
<b>Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos no operativos)</b>	<b>-2,408</b>	<b>3,602</b>	<b>-9,272</b>	<b>-107</b>	<b>6,056</b>
Variación Neta de Deuda Financiera	4,830	-3,600	11,517	-2,213	-5,760
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	0	0	0	0	0
Pago de Dividendos	0	0	-791	0	0
Otros Financiamientos, Neto	-3,017	-412	-253	975	2,147
<b>Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período</b>	<b>-595</b>	<b>-410</b>	<b>1,201</b>	<b>-1,346</b>	<b>2,443</b>
<b>FLUJO DE CAJA (Ajustado FITCH)</b>					
EBITDA OPERATIVO	6,218	7,607	5,964	652	6,861
(-) Gasto Financiero del período	-1,190	-1,535	-1,730	-800	-1,826
(-) Impuesto a la renta del período	-317	-573	-368	0	-684
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período	0	0	0	0	0
<b>FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)</b>	<b>4,711</b>	<b>5,499</b>	<b>3,866</b>	<b>-148</b>	<b>4,351</b>
(-) Variación Capital de Trabajo	-4,215	-1,198	-4,651	1,323	4,893
<b>CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)</b>	<b>496</b>	<b>4,301</b>	<b>-785</b>	<b>1,175</b>	<b>9,244</b>
(+) Ingresos no operativos que impliquen flujo	407	1,456	1,358	730	1,648
(-) Egresos no operativos que impliquen flujo	-13	0	0	-57	-534
(-) Dividendos totales pagados a los accionistas en el período	0	0	-791	0	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-3,298	-2,155	-9,845	-1,955	-4,302
<b>(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)</b>	<b>-2,408</b>	<b>3,602</b>	<b>-10,063</b>	<b>-107</b>	<b>6,056</b>
<b>FFO MARGIN (FFO / ventas)(%)</b>	<b>5.82%</b>	<b>5.88%</b>	<b>3.72%</b>	<b>-0.43%</b>	<b>5.28%</b>
Cuota leasing del período	0	0	0	0	0
<b>EBITDAR OPERATIVO (EBITDA + CUOTA LEASING DEL PERÍODO)</b>	<b>6,218</b>	<b>7,607</b>	<b>5,964</b>	<b>652</b>	<b>6,861</b>
<b>BALANCE</b>					
Caja e Inversiones Corrientes	1,010	410	1,978	632	4,404
<b>Activos Totales</b>	<b>56,727</b>	<b>64,121</b>	<b>85,034</b>	<b>81,105</b>	<b>79,251</b>
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye leasing)	11,300	8,316	11,478	10,704	9,992
Pasivo financiero Largo Plazo	4,379	3,763	12,118	10,678	7,845
Financiamiento Leasing	0	0	0	0	0
Obligaciones Financieras Total (ajustada a leasing)	15,679	12,079	23,596	21,383	17,836
Pasivos con Proveedores	8,435	13,987	20,330	16,970	11,820
Otros Pasivos	9,943	11,869	14,252	17,031	20,685
Pasivos Totales	34,057	37,935	58,178	55,384	50,341
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	22,670	26,186	26,856	25,722	28,910
Patrimonio Tangible	17,673	20,299	20,304	21,008	24,342
Activos restados al Patrimonio para generar patrimonio tangible	4,997	5,887	6,552	4,714	4,568
Capitalización ****	38,349	38,265	50,452	47,104	46,747
Pasivos contingente	0	0	0	0	0
<b>ACTIVO PIGNORADO</b>	<b>9,129</b>	<b>7,354</b>	<b>5,287</b>	<b>5,775</b>	<b>6,507</b>
Derechos Fiduciarios	0	0	9,261	8,905	8,298
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones	47,598	56,767	70,486	66,425	64,447
Emisión de Obligaciones en Circulación	1,967	5,358	11,402	10,693	8,554
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x)	24.2	10.6	6.2	6.2	7.5
Límite Legal para Emitir Obligaciones	38,078	45,414	56,389	53,140	51,557

(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.



### COMPANIA ECUATORIANA DEL CAUCHO S.A. (ERCO)

	Dec-06	Dec-07	Dec-08	Apr-09	Sep-09
<b>INDICADORES FINANCIEROS</b>					
EBITDA / Gasto Financiero del periodo (x)	5.23	4.96	3.45	0.82	3.76
(EBITDA - Inver.en Activo Fijo) / Gasto Financiero del periodo (x)	2.45	3.55	-2.24	-1.63	1.40
<b>EBITDAR / cargos fijos (intereses y cuota leasing del periodo)</b>	5.23	4.96	3.45	0.82	3.76
<b>Deuda Financiera Total / EBITDA o EBITDAR (x) Anual</b>	2.52	1.59	3.96	10.93	1.95
Deuda Financiera Neta / EBITDA o EBITDAR (x) Anual	2.36	1.53	3.62	10.60	1.47
<b>Deuda Financiera Total (ajustada a leasing) / FFO (x)</b>	3.33	2.20	6.10	-48.32	3.07
<b>(FCF) Flujo de caja libre/ deuda financiera total (ajustada al leasing) (%)</b>	-15%	30%	-43%	-1%	45%
Deuda Financiera Total ajustada leasing / Capitalización (%)	41%	32%	47%	45%	38%
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	6%	8%	9%	10%	6%
Deuda Financiera Total ajustada leasing / Pasivo Total (%)	46%	32%	41%	39%	35%
Pasivo Total NO ajustada leasing / Patrimonio (x)	1.50	1.45	2.17	2.15	1.74
Pasivo Total NO ajustado leasing / Patrimonio Tangible (x)	1.50	1.45	2.17	2.15	1.74
Pasivo Total ajustado leasing / Patrimonio Tangible (BWR estresado)	1.93	1.87	2.87	2.64	2.07
Deuda Financiera / Patrimonio Tangible	0.70	0.47	0.89	0.84	0.63
Deuda Financiera / Patrimonio Tangible (BWR estresado)	0.89	0.60	1.16	1.02	0.73
<b>LIQUIDEZ</b>					
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (ajustado a leasing)	72.1%	68.8%	48.6%	50.1%	56.0%
Caja e Inv. Corrientes / Deuda Financiera Corto Plazo (incluyendo cuota leasing)	8.9%	4.9%	17.2%	5.9%	44.1%
<b>FFO / intereses del periodo (FFO/interest cover)</b>	495.9%	458.2%	323.5%	81.6%	338.3%
<b>CFO / intereses del periodo (CFO/interest cover)</b>	141.7%	380.2%	54.6%	246.9%	606.3%
<b>FFO / cargos fijos (intereses periodo+cuota leasing)</b>	495.9%	458.2%	323.5%	81.6%	338.3%
<b>CFO / cargos fijos</b>	41.7%	280.2%	-45.4%	146.9%	506.3%
<b>FFO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual</b>	0.42	0.66	0.34	-0.04	0.58
<b>CFO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual</b>	0.04	0.52	-0.07	0.33	1.23
<b>FFO / Porción Corriente LP (x) Anual</b>	0.87	1.69	0.61	-0.06	1.36
<b>CFO / Porción Corriente LP (x) Anual</b>	0.09	1.32	-0.12	0.50	2.88
EBITDAR / (Deuda Financiera Corto Plazo + Cuota leasing periodo) (x) Anual	0.55	0.91	0.52	0.18	0.92
EBITDAR / (Deuda Financiera Corto Plazo + Cuota leasing periodo + Gasto financiero periodo) (x) Anual	0.62	1.12	0.61	0.24	1.21
EBITDAR / (Porción Corriente Deuda LP + Cuota leasing + Gastos Financieros) (x) Anual	0.94	1.59	0.74	0.21	1.36
Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0.21	0.43	-0.88	-0.03	0.81
Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	-0.88	1.33	-1.68	-0.06	1.89
<b>OTROS INDICES</b>					
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	15,073	18,973	21,579	18,329	17,622
Liquidez Acida (x)	1.04	1.05	0.91	0.83	0.90
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales) / Pasivo Corriente (x)	0.80	0.80	0.66	0.62	0.70
Activo corriente / Pasivo Total (x)	1.24	1.32	1.09	1.06	1.10
Patrimonio / Activo Total (x)	0.40	0.41	0.32	0.32	0.36
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	4	4	4	4	4
Días de cuentas por cobrar	99	101	96	94	82
Rotación de inventarios (x)	5	5	4	4	4
Días de inventarios	71	77	98	95	82
Rotación de cuentas por pagar (x)	8	6	5	6	8
Días de cuentas por pagar	42	61	78	64	45
Rotación Capital de Trabajo	5	4	4	5	5
Días de Capital de Trabajo	76	83	82	69	67
Días de Ciclo de Operación	-52	-33	-34	-56	-52

(x) Índice expresado en número de veces