

**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	AA	A+ "Calificación en Observación"	Oct.09

Emisión de Obligaciones	
Monto a colocar:	USD 8'000.000
Fecha de colocación:	Septiembre 2008
Monto colocado:	USD 8'000.000
Monto en circulación:	USD 5'872.000
Plazo:	1.440 días (4 años)
Período de gracia:	180 días
Cupón de Interés:	(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. Probankco
Representante Obligacionistas:	Global Advise Cia. Ltda.

Contactos

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

Lorena Oliva S.
(593 2) 254 83 93
l.oliva@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 de las Américas Inc., quienes a la fecha mantienen el 50% más 1 acción (participación mayoritaria). 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.

FECHA COMITE: Abril/29/ 2010

ESTADOS FINANCIEROS A: Febrero, 2010

**■ RAZONAMIENTO DE LA
CALIFICACIÓN**

El Comité de Calificación de Bankwatch Ratings, decidió subir la calificación a la emisión de obligación es de Compañía Ecuatoriana del Caucho S.A. ERCO a **AA (Doble A)**. De acuerdo a la descripción de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores: "corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenece y en la economía en general".

Las calificaciones otorgadas son calificaciones locales que indican el riesgo de crédito relativo dentro del mercado ecuatoriano, por lo tanto no incorpora el riesgo país ni los efectos que se generarían por cambios en la política monetaria y/o cambiaria.

La decisión del Comité se fundamenta en los siguientes argumentos:

ERCO es una empresa que ha pasado por un período de transición durante el tiempo que ha estado vigente la emisión de obligaciones, objeto de esta calificación. Varios hechos externos e internos motivaron a que existieran profundos cambios en la organización que, de una u otra manera, han influido en sus estados financieros.

La fusión con Continental AG y su posición mayoritaria accionarial, hace que actualmente la empresa tenga una directriz clara con políticas y objetivos corporativos. De esta forma, ERCO tiene acceso a una serie de beneficios y sinergias que se producen fruto de esta unión. El Gobierno Corporativo se encuentra conformado por personal con un alto nivel de profesionalismo y conocimiento del mercado en el que se desenvuelve la empresa, siendo ésta una de sus principales fortalezas. Se estima que la plana administrativa se mantendrá estable en el corto y mediano plazo.

Los cambios administrativos, en especial en el departamento financiero, observados en períodos anteriores desencadenaron problemas en el manejo de inventarios lo que generó presión en los flujos de la compañía. Se estima que este problema ha sido subsanado. Además, la liquidez de la empresa se vio afectada por las importantes inversiones que realizó en los dos últimos períodos, sin embargo la maquinaria y los activos invertidos se encuentran ya en funcionamiento,

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.



por lo que esto ha dejado de ser un factor de presión para los flujos.

En cuanto al clima laboral, si bien la huelga realizada a finales del año 2009 fue un factor de inestabilidad en la organización, su posterior solución y el despido de elementos que no compartían los objetivos de la empresa, ha sentado un precedente para que la nueva negociación del contrato colectivo y la elección del directorio del Comité de Empresa se lo haga en términos de obtener beneficios y objetivos comunes para la Administración y los trabajadores. Se espera que una vez que fueron reanudadas las operaciones y la negociación del contrato está en marcha, no se produzcan eventos de esta naturaleza en el futuro inmediato.

Por otra parte, se resalta la capacidad de la empresa para poder enfrentar eventos de riesgo, como fue la paralización de la planta de producción durante 11 semanas, y aun así haber obtenido importantes resultados operativos y netos. Esto es reflejo de que la empresa tiene fortalezas en su estructura, además que los activos corrientes que maneja son de fácil y rápida realización.

También se considera que la empresa tiene un importante respaldo accionarial. La calificación otorgada recoge la capacidad de la empresa de generar resultados suficientes que servirían en el futuro para continuar fortaleciéndola patrimonialmente, y así mantener niveles adecuados de endeudamiento, como los observados en el último período.

■ ANALISIS FODA

FORTALEZAS

- Cooperación estratégica y asistencia técnica Internacional de parte de su principal accionista (Continental AG).
- Acceso a maquinaria, productos terminados y moldes por parte de Continental AG al ser parte de las plantas globales de la Empresa Alemana.
- 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, que genera un amplio mercado de reposición.
- Nuevos mercados y acceso a sinergias con otras plantas del Grupo Continental como EE.UU., Brasil y México.
- Escasez de llantas a nivel mundial.

DEBILIDADES

- Frágiles relaciones laborales, efecto luego de la huelga y paralización de la planta de producción.
- Alta dependencia de materias primas importadas y fluctuación de precios internacionales.

AMENAZAS

- Fuerte competencia en importación de llantas, en especial de origen asiático.
- Competencia desleal por importadores especulativos.
- Liberación de aranceles para el producto importado.

■ HECHOS RELEVANTES Y SUBSECUENTES

- El 21 de agosto del 2009 ERCO y el Comité de Empresa llegaron a un acuerdo y se suspendió la huelga por un periodo de 45 días hasta que una comisión tripartita entre representantes de los trabajadores, empleadores y del Ministerio revise las características del SIM. El 8 de octubre de 2009 el Comité de Empresa ERCO, reinició la huelga.

El 16 de octubre de 2009, el proceso pasó a discutirse en el Tribunal de Conciliación y Arbitraje, quien debió definir si la huelga era legal o ilegal, lícita o ilícita.

El 28 de octubre de 2009, el Tribunal de Conciliación y Arbitraje definió que la huelga fue legal e ilícita. La Resolución indicaba que los trabajadores presentaron la huelga en forma legal, sin embargo, fue ilícita porque no se respetaron las garantías (sellos para precautelar la seguridad de la planta).

Se realizó una apelación a esta decisión y el 1 de Diciembre 2009 el Tribunal Superior de Conciliación y Arbitraje da una resolución inapelable donde se declara legal y lícita la huelga. Si bien esto significó a la empresa que debía pagar las remuneraciones de los trabajadores por todo el tiempo de la huelga, el Tribunal dio la razón a la Empresa en 4 de los 5 puntos que demandaba el Comité. Así fueron separados de la compañía 44 trabajadores y miembros del Comité de Empresa.

El 19 de febrero del 2010 la Administración de la Compañía Ecuatoriana del Caucho S.A. ERCO firmó un acuerdo con el Comité de Empresa con el que se dio por terminada definitivamente la huelga que mantuvo paralizada la planta de producción durante 11 semanas. En el acuerdo la Compañía se compromete a pagar las liquidaciones a los trabajadores que fueron separados de la empresa, y se inició el proceso de negociación del nuevo contrato colectivo con un plazo de 45 días a partir de firmado el acuerdo.

El Comité de Empresa se comprometió a suspender el pliego de peticiones presentado en agosto 2009 al Tribunal de Conciliación y Arbitraje.



- La Junta General Ordinaria de Accionistas reunida el día 25 de Marzo de 2010, resolvió aprobar el Cambio de denominación de la Compañía. Se aprobó unánimemente el nuevo nombre de la compañía por: "Continental Tire Andina S.A."
- En agosto 2009, Fitch Ratings bajó la calificación internacional de Continental AG de BB- a B+ con observación negativa. En enero 2010 se cambió la observación por una perspectiva estable. 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, 2008, y 2009 e interinos a febrero 2010, los cuales no presentan salvedades ni limitaciones.

■ DESCRIPCIÓN DEL EMISOR

La compañía se constituyó el 31 de julio de 1955 bajo el nombre de Ecuatorian Rubber Company y está domiciliada en Cuenca. La empresa inició con un capital de 24.000M de Sucres, mientras que a febrero 2010, cuenta con un capital social de USD 17.883M. En 1972 se tradujo el nombre a castellano por Compañía Ecuatoriana del Caucho S.A. Más tarde se determinó como siglas de distinción y manera de expresar su razón social ERCO. Actualmente está en proceso el cambio de razón social a Continental Tire Andina S.A., nombre que va de acuerdo a la política internacional del Grupo y vinculando a la compañía con la marca y el socio principal.

La actividad de la Compañía, de acuerdo a su objeto social, es la de fabricación de llantas y artículos conexos. La duración de la empresa según estatutos es de 50 años.

Si bien la empresa ha mantenido siempre un posicionamiento importante en su mercado con una ventaja diferencial por ser la única planta de producción de neumáticos del país, durante el período 2000-2003 ERCO enfrentó problemas internos y externos que afectaron su rentabilidad, especialmente por la aplicación de políticas comerciales no adecuadas.

En el 2004 se cambió 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.

A partir del ingreso de Continental AG de Alemania, como accionista mayoritario de ERCO, la empresa se beneficia de asistencia técnica y apoyo en tecnología en productos y procesos.

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

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. 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 diciembre 2009 el mercado de reposición representó el 48% de las ventas en unidades, mientras que equipo original fue el 19% y exportaciones el 33%. Actualmente la Compañía exporta a Venezuela, Colombia, Perú, Chile, Bolivia y otros países en Centroamérica.

ERCO ofrece alrededor de 360 artículos diferentes en siete familias de productos, de los cuales el 95% representa producción nacional y el 5% es importado, aunque este mix de ventas cambió durante los meses que la planta estuvo paralizada se estima en el futuro aumenten las ventas de productos Continental en la Región Andina.

Sus productos cubren todos los sectores de mercado: autos livianos, camionetas y camiones, y en cada una de estas líneas comercializa las llantas convencionales y radiales.

Como un complemento a la producción de llantas, 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 económico local, sin embargo mantiene una relación comercial con el Grupo Andujar, que es la Holding de varias empresas que realizan la comercialización de sus productos. Además tiene una relación administrativa y comercial con Ercoparts Trading, que se dedica a la importación de llantas. También existe relación administrativa con Globallantas 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 De Las Americas LLC	USA	19%
Empronorte Overseas Inc.	PAN	16%
Otros		34%

En marzo del 2010 Continental Tire North America anunció su cambio de nombre por Continental Tire de las Américas LLC, mostrando así la intención del Grupo Continental de posicionarse en el mercado americano.

Continental AG es el mayor accionista de General Tire Int. y de Continental Tire de las Américas LLC y al



momento mantiene una calificación internacional de B+ (Fitch) con perspectiva estable. Esta calificación es considerada grado especulativo a nivel internacional, sin embargo, está por encima del riesgo soberano ecuatoriano.

ERCO representa para Continental un mejoramiento en su posición en el mercado sudamericano muy significativo, pues es la única planta de fabricación de neumáticos en la Región y por un canal de distribución regional bien establecido. Además que la empresa cuenta con una integración vertical con plantaciones de caucho y rencauche.

La Administración ha realizado nuevas inversiones en tecnología, marketing, equipamiento, etc. como resultado de la integración con el Grupo Continental. Esto debido a que ERCO tuvo que implementar nuevos sistemas operativos, especialmente en el área de contabilidad (SAP) y especificaciones técnicas. El sistema SAP comenzó a funcionar desde Enero 2010. Las principales sinergias definidas por la integración son:

- 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)

ESTRUCTURA ADMINISTRATIVA

La compañía se encuentra gobernada por la Junta General de Accionistas y administrada por el Presidente del Directorio y el Presidente Ejecutivo. La representación legal de la compañía corresponde al Presidente Ejecutivo. La Junta General de Socios actualmente está compuesta por los siguientes miembros del Directorio:

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. Fabián 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. Thierry Wipff
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. Paul Williams (Asistencia Técnica)

Los miembros del Directorio tienen experiencia en diferentes áreas siendo un apoyo para la toma de decisiones de la Compañía. Tres directores principales están directamente relacionados con los socios Continental AG y tienen experiencia técnica del negocio de llantas.

El Directorio se reúne de forma ordinaria cuatro veces al año. La Junta General de Accionistas elige a los miembros del Directorio que deben ser 10 directores principales con sus correspondientes suplentes.

La plana gerencial, quienes son nombrados por el Directorio, se compone de la siguiente manera:

Presidente Ejecutivo	Kristijan Bauer
Vicepresidente Comercial	Fabián Córdoba
Vicepresidente Finanzas	Darwin Zabala
Vicepresidente Manufactura	David Johnson
Vicepresidente RR.HH	Gustavo Malo

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

El actual Presidente Ejecutivo, se posesionó en julio de 2007 y el actual Vicepresidente de Finanzas se posesionó en julio 2009. En junio de 2009, el Vicepresidente Comercial salió después de 6 años en la empresa y fue reemplazado por Fabián Córdoba quien ha estado en el área comercial por 15 años. Se espera que con los cambios de estructura accionarial exista mayor estabilidad del personal gerencial.

Al mes de febrero 2010, la compañía cuenta con 978 empleados directos y 4 indirectos distribuidos de la siguiente manera:

	ERCO	Servicios Profesionales	TOTAL
Funcionarios	39	3	42
Empleados	159	1	160
Obreros	780		780
Total	978	4	982

ERCO, tiene un Comité de Empresa, donde participan el equivalente al 34% del total de los trabajadores. El contrato colectivo es negociado cada dos años, al momento se encuentra la empresa en un proceso de renegociación del contrato colectivo que deberá concluir en los próximos meses.

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

Como se ha mencionado en informes anteriores, ERCO ha tenido que enfrentar algunos procesos de paralización de las operaciones por huelga de los trabajadores, el más reciente en el año 2009 cuando el 31 de julio miembros del Comité de Empresa ERCO (453 trabajadores) se



tomaron las instalaciones e iniciaron una huelga demandando cinco solicitudes, dentro de las cuales la más controversial fue el retiro del Sistema Integrado de Manufactura (SIM).

Las otras peticiones fueron: 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.

Pese a que la huelga tuvo diferentes impactos en la Compañía en diversos aspectos, éstos fueron enfrentados por la Compañía, las actividades se restablecieron y la organización ha vuelto a su funcionamiento normal.

■ ANÁLISIS ECONÓMICO

El año 2009 fue un período de cambios desde el punto de vista macroeconómico para el Ecuador. Las expectativas iniciales giraban alrededor de perspectivas poco favorables en un entorno en el que los índices inflacionarios estaban al alza y el precio del petróleo bordeaba apenas los USD 30 por barril WTI.

La Balanza Comercial comenzó a mostrar déficit desde septiembre del año 2008, luego de varios meses de superávit, provocado principalmente por la baja en el precio internacional del petróleo. De esta forma el Gobierno decidió establecer una política de resguardos arancelarios para frenar el acelerado crecimiento de las importaciones y controlar el déficit comercial.

Además, el sistema financiero presentaba menores tasas de incremento en los depósitos lo que denotaba una momentánea situación de menor liquidez.

Es así como el año 2009 se estimaba como un período complejo en el que, en general, las empresas del sector real y financiero debían prepararse para un entorno menos favorable para su crecimiento.

Sin embargo, al concluir el período 2009 se observa que los principales indicadores macro de la economía mostraron un cambio de tendencia en el segundo semestre del año.

Es importante mencionar que la economía ecuatoriana es dependiente y sensible al comportamiento del precio del petróleo. El precio promedio del barril de crudo Oriente (referencial para el crudo ecuatoriano) en el primer semestre 2009 fue USD 46,7, mientras que el segundo semestre el precio promedio fue USD 67,43.

Si bien, aun con el incremento de precios, la Balanza Comercial presentó déficit mensual en los últimos meses del 2009, éste ha ido disminuyendo. Así el Gobierno optó por disminuir las salvaguardas establecidas a inicio del año 2009. El déficit comercial del año 2009 ascendió a USD -332 MM.

Por otra parte, el Ecuador comenzó el año 2009 con un índice de inflación anual de 8,36%, en enero 2010 este índice fue 4,44%. Pese a que los índices de inflación del

país aún se mantienen por encima de los indicadores de sus principales socios comerciales, su ritmo de incremento bajó considerablemente frente a lo observado en el 2008 y principios del 2009.

De acuerdo a las últimas cifras sobre previsiones económicas publicadas por el Banco Central del Ecuador (BCE), el PIB del 2009 tuvo un crecimiento anual de 1%, cuando el ritmo promedio de crecimiento de los últimos 5 años fue 4,7%. Se observa una desaceleración en el crecimiento de todos los componentes del PIB, en especial el Consumo de Hogares que crecía a ritmos mayores al 5%, en este último año aumentó apenas 1,79%. Aun no se han publicado cifras estimadas de crecimiento para el año 2010.

La desaceleración del consumo se explica en un entorno de menor confianza en la economía y un incremento de las tasas de desempleo. También es consecuencia de un menor volumen de colocación de crédito en la economía. Según Panorama Financiero del BCE, el crédito al sector privado tuvo un crecimiento promedio anual en el 2009 de 9,6%, mientras que en el 2008 el ritmo promedio de incremento fue 19,9%. A enero-2010 el aumento anual de la colocación de nuevo crédito fue apenas 0.9%.

Si bien el Gobierno ha procurado impulsar la colocación del crédito como mecanismo para dinamizar la economía mediante el incremento del consumo, y mantiene un régimen de control de tasas al Sistema Financiero, tanto el crédito como el consumo no crecen al ritmo de otros períodos.

Los indicadores económicos muestran una tendencia de mayor estabilidad al iniciar el año 2010, lo que se estima podría mantenerse en el corto plazo. Pese a que la economía ecuatoriana es vulnerable a cambios externos en los que no tiene ninguna influencia ni control.

El Gobierno ha anunciado su intención de invertir en varias obras de gran magnitud en el sector hidroeléctrico, petrolero y vial, canalizando gran cantidad de recursos y generando fuentes de empleo en el año 2010, lo cual de concretarse podría ser un factor de dinamismo para la economía en general.

El sector de Transporte y Almacenamiento tuvo un menor crecimiento en el 2009 3,69% en comparación a 5,45% que creció en el 2008. Pese a ser una tasa menor a la del año anterior es uno de los sectores que mayor crecimiento registró en el año de acuerdo a la información del BCE. Dado que el Ecuador es un país cuya industria se moviliza por vía terrestre se estima que el sector de la transportación, con un entorno de mayor estabilidad durante el 2010, podrá recuperarse niveles de crecimiento mostrados en años anteriores.

■ RIESGO SECTORIAL

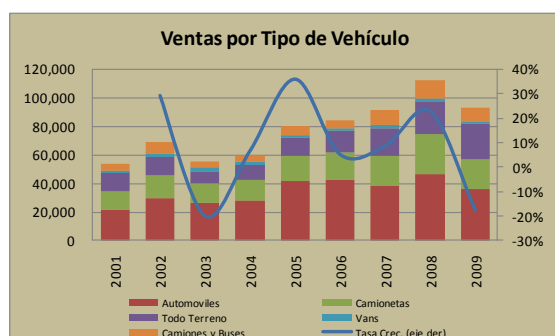
El sector automotor en el Ecuador ha sido uno de los más dinamizadores de la economía en la última década y líder en el segmento de consumo. El fuerte encadenamiento que genera este sector con gran diversidad de productos y servicios relacionados hace que sea una importante



fuentes de empleo y generación de ingresos fiscales en la economía.

Desde el año 2003 el número de vehículos nuevos comercializados en el país ha estado en constante crecimiento, siendo el año 2005 el período de mayor crecimiento anual (36%), y el año 2008 el de mayor volumen de ventas (112.684 unidades). El segmento de Camiones y Buses fue el que registró un mayor crecimiento promedio en este período.

De acuerdo a información de la Asociación de Empresas Automotrices del Ecuador (AEADE) en el año 2009 se vendieron 92.764 vehículos nuevos. Todos los segmentos registraron un decrecimiento en relación al año 2008, con excepción de Vehículos Todo Terreno los cuales crecieron en 9% anual.



Fuente: AEADE; Elaborado: BWR

Si bien se estimaba que el año 2009 sería un período de desaceleración para la mayor parte de sectores por el entorno macroeconómico del momento, el sector automotor se vio especialmente afectado por las medidas gubernamentales de salvaguardias establecidas en enero 2009 con el fin de restringir las importaciones de algunos artículos y así controlar el déficit de la balanza comercial. Siendo un sector en gran parte comercial e importador estas medidas generaron un encarecimiento de la mayoría de vehículos y repuestos, pues los costos adicionales en un alto porcentaje fueron trasladados al consumidor final.

En general la política arancelaria benefició a las ensambladoras nacionales las cuales incrementaron su participación de mercado de vehículos nuevos pasando de 41% en el 2008 a 46% en el 2009. General Motors sigue siendo la marca líder del mercado con una participación superior al 40%.

El mercado de neumáticos está estrechamente ligado al mercado automotriz. Dadas las restricciones surgidas por el control de importaciones de vehículos y CKD'S, en el 2009 el volumen de llantas importadas tuvo un decrecimiento anual de -24%.

IMPORTACIONES LLANTAS POR TIPO DE VEHÍCULO En miles USD FOB

Año	Liviano	Pesado	Total	% Crec.
2,002	19,219	23,036	42,255	
2,003	21,282	23,469	44,751	6%
2,004	22,831	31,371	54,202	21%
2,005	36,015	47,951	83,966	55%
2,006	31,548	50,034	81,583	-3%
2,007	37,499	58,665	96,164	18%
2,008	49,650	71,176	120,826	26%
2,009	30,969	60,659	91,628	-24%

Fuente: AEADE; Elaborado: BWR

El mayor riesgo para el sector automotor en el 2009 se produjo por un factor externo como fue la imposición de aranceles y cupos por parte del Gobierno. A partir de la publicación de la medida, el sector proyectaba decrecer las ventas del año en 30%, sin embargo el decrecimiento real fue 18%. Una vez que la política de aranceles se flexibilizó en agosto 2009, las ventas se recuperaron demostrando que existe una demanda insatisfecha en el país.

El COMEXI tiene un cronograma para retirar paulatinamente la totalidad de aranceles hasta julio 2010. Se estima que de continuar las actuales condiciones macro y en un entorno más estable, en comparación al primer semestre 2009, las empresas automotrices podrían incrementar su ritmo de crecimiento.

Es importante mencionar que existe menor riesgo para los participantes de mercado relacionados al sector automotriz como son repuestos, seguros, servicios post venta, neumáticos y demás pues el parque automotor del Ecuador ha crecido de forma muy importante en los últimos años. De esta manera existe un mercado potencialmente creciente en cuanto a reposición, independientemente de que el mercado de vehículos nuevos se contraiga.

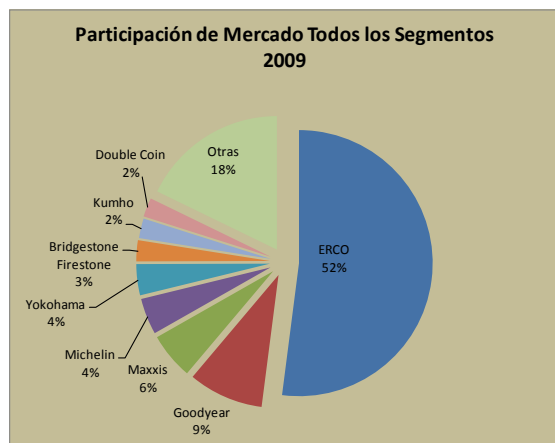
POSICIONAMIENTO DE LA EMPRESA

Segmentación del mercado de llantas ERCO

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 (Commercial Vehicles Tires).

ERCO mantiene un fuerte posicionamiento y es líder en el mercado, no solo por ser la única planta productora de llantas en el país sino porque ha sabido segmentar de forma adecuada su mercado con claras políticas de comercialización.

En el 2009 se estimaba que la empresa iba a consolidar su posición una vez que se concretara la unión con Continental AG. La huelga y paralización de la planta producida en el último trimestre del año 2009 frenó el proceso especialmente en el mercado de exportación. Sin embargo, la empresa supo enfrentar la situación sin que hubiera en ningún momento desabastecimiento y aprovechando las oportunidades del mercado al introducir más productos importados.



Fuente: AEADE; 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 la 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", así logra especializarse 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

ERCO se ha enfocado en mantener una amplia gama de productos que satisfaga todas las necesidades del mercado. La política establecida menciona que se deben importar todas aquellas medidas de neumáticos que no se producen en la 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 y en el segmento de camiones, en el 2003 el portafolio incluía 29 productos de producción nacional y 50 importados. Actualmente la

empresa cuenta con un portafolio de 360 ítems entre PLT y Camión.

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 a 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 (77% GM, 100% Aymesa, 78% Maresa).

■ GESTION OPERATIVA

Los dos últimos períodos han sido atípicos para el desempeño operativo de la empresa por la influencia de varios factores externos e internos que incidieron en su funcionamiento. En el año 2008 el acelerado incremento del precio internacional del petróleo que llegó a cotizarse en USD 140 por barril WTI, impulsó los precios al alza de la mayoría de materias primas, lo que encareció los productos de varias industrias. En el caso de los neumáticos al ser fabricados con derivados de petróleo hubo un efecto directo en el margen bruto, el cual en el 2008 fue el menor de los últimos cuatro años.

Además 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%), luego de que las ventas de la compañía tuvieron un crecimiento promedio de 14%.

Al finalizar el año 2008 la empresa comenzó un proceso de expansión invirtiendo en la instalación de maquinaria para la producción de neumáticos radiales para camión. Las expectativas sobre el incremento de ventas a partir del incremento de la capacidad de producción fueron importantes, y la empresa proyectaba crecer sus ventas al menos en el mismo porcentaje que alcanzó en el 2008. No obstante, a finales de julio el Comité de Empresa se declaró en huelga y se tomó las instalaciones de la compañía cesando la producción por 11 semanas.

Al cierre del 2008 las ventas alcanzaron USD 103.875M, mientras que a diciembre 2009 llegaron a USD 102.877M, es decir las ventas decrecieron en -1%. Es importante mencionar que el efecto de la huelga en ventas no fue 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, además se importaron neumáticos de plantas de Continental para no desabastecer al mercado local. Al mes de febrero 2010 las ventas ascendieron a USD 18.209M, considerando que los dos primeros meses del año son estacionalmente más bajos en ventas.

El margen bruto ha variado en los últimos períodos, en el año 2008 por el incremento del costo de las materias primas el margen bajó en casi 3 puntos porcentuales, en el año 2009 se vio una recuperación cerrando el año con un margen de 13,70%. El incremento del margen se da sobre todo por el cambio en el mix de productos, pues se



vendió más al mercado de reposición donde los márgenes son mayores.

Además, con la integración con Continental la negociación de materia prima es favorable, especialmente con un mejor manejo en la volatilidad de los precios. Se espera que en un período de mayor estabilidad se pueda observar los efectos favorables de la integración con el proveedor, de forma más consistente en el tiempo.

El gasto operativo en relación a ventas mostraba una tendencia a disminuir desde el año 2005, y se mantenía cercano a 7%. Sin embargo, durante el 2009 el peso del gasto sobre ventas se incrementó, por una parte por la contracción del volumen de ventas y por un aumento del gasto administrativo de 88%. Los rubros que más influyeron fueron el impuesto de salida de capitales, un aumento en el gasto de provisiones por cuentas incobrables e indemnizaciones, y un incremento en gastos por servicios contratados. El gasto de comercialización tuvo una disminución anual de 6%. A febrero 2010, el gasto operativo representa el 6% de las ventas netas.

Pese al importante incremento del gasto operativo, éste pudo ser absorbido por el aumento del margen bruto de manera que a dic-09 el margen operativo fue 4,8% frente a 2,5% en dic-08.

La decisión del Tribunal Superior de Conciliación y Arbitraje de declarar la huelga legal y lícita obliga a la empresa a reconocer todas las remuneraciones y beneficios de ley de todos los trabajadores por el tiempo que duró la paralización de las operaciones. Además debe pagar lo correspondiente al desahucio por la terminación de las relaciones laborales con 44 miembros del Comité de Empresa. El pago de indemnizaciones se ve reflejado en el mes de Febrero 2010, sin embargo la empresa tenía ya provisionado el gasto desde el mes de diciembre 2009.

A diciembre 2009, la empresa muestra ingresos no operacionales por un monto de USD 2.883M, que representa un incremento de 112% en relación al mostrado en el 2008 (USD1.358M). Este ingreso proviene principalmente de comisiones por contratos de asistencia técnica, intereses ganados, ventas de desperdicio y otras ventas brutas, 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.

El peso del gasto financiero sobre ventas se incrementó ligeramente en el 2009 (2,2%) frente al promedio histórico (1,7%). El costo de financiamiento promedio se incrementó en 1,8 puntos porcentuales de dic-08 a dic-09, en especial porque el fondo de cesantía (USD5.976M) tiene un costo financiero.

La utilidad neta al finalizar el período 2009 ascendió a USD 2.738M y representó un crecimiento de 87% en

relación al resultado neto del período 2008. Pese a que el resultado estuvo por debajo de la proyección inicial de la empresa, el margen neto alcanzado es similar a lo proyectado. Los indicadores de rentabilidad ROE y ROA a dic-09 (ROE 9,7%; ROA 3,5%) fueron significativamente mayores a los mostrados en dic-08 (ROE 5,5%; ROA 2,0%). Al mes de febrero 2010 la empresa registra una pérdida neta de -USD 34M.

Pese a que la empresa debió enfrentar una situación compleja al finalizar el año debido a la paralización de la planta por la huelga de los trabajadores, los resultados netos obtenidos fueron incluso mejores a los del año 2008. Se observa que la unión con el principal proveedor ha sido una fortaleza que le permitió incrementar los márgenes, además que sus inventarios tanto de productos terminados como la materia prima son realizables en el corto plazo pues la empresa se maneja en un mercado de alta demanda. Si la compañía mantiene la estabilidad interna y logra concretar los planes estratégicos, aumentando la capacidad de producción y aprovechando las sinergias con Continental, se estima que el año 2010 sería un período de alto crecimiento.

▪ ESTRUCTURA DEL BALANCE

El presente informe de seguimiento de calificación se basa en información auditada entregada por el emisor con corte al 31 de diciembre del 2009. De acuerdo al informe auditado los estados financieros están de acuerdo a las Normas Ecuatorianas de Contabilidad (NEC). Dicho informe no tiene como propósito presentar la posición financiera de la empresa según normas contables aceptadas en otros países. Sin embargo, mediante Resolución No.08.G-DCS.010 del 20 de noviembre del 2008 y No. SC.DS.G.09.006 del 17 de diciembre del 2009, la Superintendencia estableció un cronograma para implementación obligatoria de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) para todas las compañías, comenzando por las que participan en mercado de valores.

ERCO ha presentado la información financiera del año 2009 según las NEC y estados financieros interinos al mes de febrero 2010 según las NIIF. De esta forma se puede observar que existen importantes diferencias en montos en el balance general producto de las valoraciones y movimientos contables, que responden al cambio de normativa contable y no a un cambio efectivo de los activos. Al ser el año 2009 un período de transición, se estima que los efectos reales del cambio contable podrán ser medidos de mejor manera al finalizar el año 2010.

Al cierre del 2009, los activos totales de ERCO ascendieron a USD 73.355M, lo que representó un decrecimiento anual de -14%. El impacto de la huelga hizo que la empresa redujera sus necesidades de capital de trabajo consumiendo inventarios y reduciendo el volumen de sus cuentas por cobrar. Mientras que a febrero 2010 los activos ascienden a USD 97.405M, es decir un incremento de 33%, como efecto de la revalorización especialmente del activo fijo.



La estructura del activo a dic-09 se componía de la siguiente forma: 66% correspondía a activos de corto plazo o corrientes y el 34% por activo de largo plazo. Esta estructura cambia ligeramente con el cambio a NIIF'S de manera que el activo fijo incrementa su peso en el balance de 34% a 40%.

Históricamente el mayor peso relativo en el activo corriente lo ha tenido el rubro de cuentas por cobrar, sin embargo a dic-09 el peso de inventarios es mayor, como efecto de la huelga, de la recuperación de cuentas por cobrar y de la contracción del negocio en el último trimestre del año. A feb-10 el 53% del activo corriente son cuentas por cobrar comerciales, el 38% inventarios y el restante 9% corresponde a otros activos de corto plazo.

Las cuentas por cobrar son fundamentalmente comerciales y a diciembre 2009 alcanzaron USD 19.657M de los cuales existe una provisión acumulada para cuentas incobrables de USD 1.039M. Es importante mencionar que en el 2009 la recuperación de CADIVI (Comisión de Administración de Divisas) por exportaciones realizadas a Venezuela, fue significativa para la empresa, frente a una deuda de USD 7.500M a finales del 2008, a feb-10 el saldo de esta cuenta está en cero.

En el mercado nacional la cartera puede ser financiada por un período de 30, 60 o 90 días para todos los productos con excepción de neumáticos de Camión Bias que pueden financiarse hasta 120 días. Mientras que en el mercado de exportación se financia hasta 90 días para todos los productos.

La rotación promedio de cuentas por cobrar en los últimos años ha sido 100 días. Sin embargo, a raíz de la huelga las políticas de financiamiento y cuentas por cobrar debieron ajustarse, lo que redujo la rotación de cuentas por cobrar a 72 días en dic-09. Las fuertes recuperaciones de Venezuela y Centroamérica, también apoyaron para reducir este índice. La empresa considera como cuentas dudosas a aquellos clientes que tengan cartera en mora mayor a 360 días. De acuerdo al informe auditado las cuentas por cobrar a clientes refinanciados tuvieron una disminución de USD 1.796M en dic-08 a USD 856M en dic-09. La provisión acumulada de diciembre 2009 cubre 1.21 veces este monto.

La siguiente cuenta más importante del activo corriente son los inventarios, los cuales como se ha mencionado son fácilmente realizables desde la materia prima hasta el producto terminado. A dic-09 el monto de inventarios ascendió a USD 21.472M con una disminución anual de -16%, que se explica por efectos de la huelga. Los días de rotación de inventario promedio histórico son 88 días, y al cierre de dic-09 fueron 82 días. En el último trimestre se observa una rotación más acelerada por la venta de los inventarios frente a la incapacidad de producir por la paralización de la planta.

El 38% del activo total son de largo plazo, y son bienes muebles e inmuebles contabilizados como Propiedad, Planta y Equipo. Con la implementación de NIIF'S a febrero 2010 se registra un incremento de esta cuenta de 55% y asciende a USD 37.358M, principalmente por la

revalorización contable. 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. A feb-10 también se registra un valor de USD 1.265M por cuentas clasificadas como activos intangibles (valoración de marca y software).

La empresa tiene un ciclo de negocio corto, a dic-09 debía financiar 44 días de capital de trabajo. La estructura de financiamiento es 60% pasivo y 40% patrimonio. A dic-09 el pasivo se componía de la siguiente manera: Proveedores 27%, Deuda con mercado de valores 17,1%, Deuda con instituciones financieras 16,8%, Otros pasivos corrientes (fondo de cesantía) 14%, Provisión para jubilación patronal 9%, y otros pasivos menores suman el 15% restante. A feb-10 con el cambio a NIIF'S se observa un ligero cambio en el peso del patrimonio sobre el total del activo y sube a 42%, producto de la revalorización.

Por otro lado, se debe mencionar que la empresa maneja el fondo de cesantía que a febrero 2010 ascendió a USD 5.976M, el cual pensamos no debería ser considerado como una fuente de fondeo estable para la empresa.

ENDEUDAMIENTO

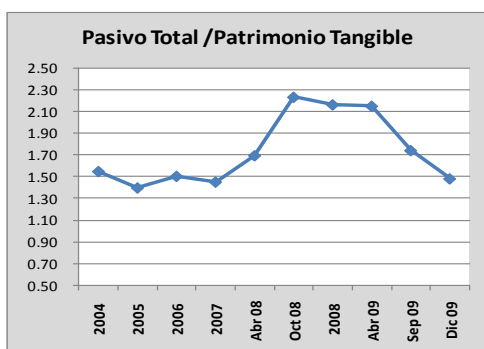
El indicador de endeudamiento histórico de ERCO en el período 2004 a 2007 se mantenía entre 1,7 y 1,9, considerando el pasivo total sobre el patrimonio tangible sensibilizado. Mientras que en el año 2008 este indicador subió hasta 3,72 el más alto de los períodos analizados. Esto ocurrió debido a los 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. El índice de endeudamiento en el año 2008 cerró en 2,87.

En cambio, durante el año 2009 la reducción en los precios de materia prima internacional, la culminación de las inversiones en expansión, la recuperación de cuentas por cobrar de relacionadas y menores requerimientos de capital de trabajo por efecto de la huelga, hicieron que los indicadores tiendan a la baja. Así, el nivel de endeudamiento a dic-09 fue de 1.75 veces y a feb-10 1,67.

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%. A dic-09 este indicador vuelve a niveles históricos y fue 33%. 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.



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. En el 2009 el patrimonio registra un crecimiento anual de 10%, gracias a las utilidades obtenidas en el ejercicio económico y la capitalización de las utilidades de ejercicios anteriores. El capital social asciende a USD 17.883M y representa el 60% del patrimonio total. A feb-10 el efecto de la contabilidad según NIIF'S hace que el patrimonio se incremente en 37%.

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. Sin embargo se destacan las continuas capitalizaciones que muestran el interés de los accionistas por fortalecer los niveles de solvencia de la empresa.

■ 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.

En el 2009 los indicadores de liquidez de la empresa son incluso mejores a los de períodos anteriores. El EBITDA operativo ascendió a USD 6.445 M, cubriendo ampliamente el gasto financiero y de impuestos. La variación de capital de trabajo fue positiva, primero por una importante recuperación de cuentas por cobrar comerciales del exterior y por la venta de inventarios, que generaron importantes ingresos de flujo de efectivo. El flujo de caja operativo a dic-09 fue positivo y junto con los otros ingresos permitió cubrir las inversiones en activo fijo.

El flujo de fondos operativo de dic-09 alcanzaba a pagar el 40% de la deuda financiera de corto plazo, mientras

que el flujo de caja operativo podía cubrir 1.44 veces la deuda de corto plazo, es decir no requieren ningún endeudamiento adicional.

Sin embargo, se debe señalar que los indicadores de liquidez de la empresa reflejan un momento particular de su situación financiera, que no es recurrente y que cambiará en el corto plazo cuando la empresa continúe con su actividad normal. Se estima que durante el año 2010 se podrá evaluar con más certeza la capacidad de generación de flujo de la compañía cuando los niveles de producción se normalicen y por tanto los requerimientos de capital de trabajo sean reales y acordes al giro del negocio de la empresa.

■ 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 febrero 2010 los activos totales de la empresa suman USD 97.405M. De este valor, USD 25.696M son activos pignorados y USD1.265M son activos intangibles. Esto quiere decir que la empresa cuenta con USD 70.444M de activo libre para garantía de las emisiones de obligaciones. En circulación en el mercado tienen emisiones vigentes a largo plazo por USD 3.819M y a corto plazo USD 3.666M.

Las emisiones representan el 13% de los activos susceptibles de constituirse en garantía general, lo que representa una cobertura de 7,85 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, a dic-09 el indicador fue 1,48:1 y a feb-10 fue 1,45:1. Es decir que el emisor se encuentra cumpliendo con el resguardo establecido.

▪ **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)

	dic-06	dic-07	dic-08	abr-09	sep-09	dic-09	feb-10
RESULTADOS							
Ventas	80,956	93,446	103,875	34,189	82,358	102,877	18,209
% crecimiento	10.0%	15.4%	11.2%	-1.3%	5.7%	-1.0%	219.6%
MARGEN BRUTO (%)	12%	12%	9%	6%	13%	14%	12%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	5,696	7,607	5,958	790	6,854	6,445	2,160
MARGEN EBITDA (%)	7.0%	8.1%	5.7%	2.3%	8.3%	6.3%	11.9%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	5,696	7,607	5,958	790	6,854	6,445	2,160
MARGEN EBITDAR (%)	7.0%	8.1%	5.7%	2.3%	8.3%	6.3%	11.9%
Cuota leasing del período	0	0	0	0	0	0	0
Depreciaciones, Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los gastos operativos)	2,665	3,439	3,757	1,799	3,405	2,587	1,069
EBIT (incluye en gastos administrativos participación empleados)	3,031	4,168	2,201	-1,009	3,449	3,857	1,092
Gasto Financiero del período	-1,190	-1,535	-1,730	-800	-1,826	-2,272	-284
Impuestos a la renta	-317	-573	-368	0	-684	-1,151	1
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing)	9.0%	11.1%	9.0%	10.6%	11.8%	11.8%	9.0%
UTILIDAD NETA	1,918	3,516	1,461	(1,136)	2,053	2,738	(34)
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	8.8%	14.4%	5.5%	-13.0%	9.8%	9.7%	-0.6%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	3.6%	5.8%	2.0%	-4.1%	3.3%	3.5%	-0.2%
FLUJO DE CAJA							
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización, Provisiones)	4,583	6,955	5,218	663	5,457	5,325	1,035
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	-2,627	-1,388	-4,278	1,147	4,845	8,202	2,150
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	1,956	5,567	940	1,811	10,302	13,527	3,185
Inversión en Activos Fijos	-3,298	-2,155	-9,845	-1,955	-4,302	-5,955	-750
Otras Inversiones, Neto	0	0	0	36	36	0	-1,274
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos no operativos)	-1,342	3,412	-8,905	-108	6,037	7,571	1,160
Variación Neta de Deuda Financiera	4,830	-3,600	11,517	-2,213	-5,760	-8,742	1,616
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	0	0	0	0	0	0	-2,588
Pago de Dividendos	0	0	-791	2	2	-1	0
Otros Financiamientos, Neto	-3,017	-412	-253	975	2,147	1,366	-666
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Periodo	471	-600	1,568	-1,345	2,426	195	-478
FLUJO DE CAJA (Ajustado FITCH)							
EBITDA OPERATIVO	5,696	7,607	5,958	790	6,854	6,445	2,160
(-) Gasto Financiero del período	-1,190	-1,535	-1,730	-800	-1,826	-2,272	-284
(-) Impuesto a la renta del período	-317	-573	-368	0	-684	-1,151	1
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período	0	0	0	0	0	1	2
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	4,189	5,499	3,860	-10	4,344	3,022	1,880
(-) Variación Capital de Trabajo	-2,627	-1,388	-4,278	1,147	4,845	8,202	2,150
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	1,562	4,111	-418	1,138	9,189	11,224	4,030
(+) Ingresos no operativos que impliquen flujo	407	1,456	1,358	730	1,648	2,883	435
(-) Egresos no operativos que impliquen flujo	-13	0	0	-57	-534	-579	-1,278
(-) Dividendos totales pagados a los accionistas en el período	0	0	-791	2	2	-1	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-3,298	-2,155	-9,845	-1,955	-4,302	-5,955	-750
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-1,342	3,412	-9,696	-143	6,002	7,570	2,435
FFO MARGIN (FFO / ventas)(%)	5.17%	5.88%	3.72%	-0.03%	5.27%	2.94%	10.33%
Cuota leasing del período	0	0	0	0	0	0	0
EBITDAR OPERATIVO (EBITDA + CUOTA LEASING DEL PERÍOD)	5,696	7,607	5,958	790	6,854	6,445	2,160
BALANCE							
Caja e Inversiones Corrientes	1,010	410	1,978	632	4,404	2,173	1,695
Activos Totales	56,727	64,121	85,034	81,105	79,251	73,354	97,405
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye leasing)	11,300	8,316	11,478	10,704	9,992	7,814	9,777
Pasivo financiero Largo Plazo	4,379	3,763	12,118	10,678	7,845	7,041	6,693
Financiamiento Leasing	0	0	0	0	0	0	0
Obligaciones Financieras Total (ajustada a leasing)	15,679	12,079	23,596	21,383	17,836	14,855	16,470
Pasivos con Proveedores	8,435	13,987	20,330	16,970	11,820	11,945	17,164
Otros Pasivos	9,943	11,869	14,252	17,031	20,685	16,962	23,337
Pasivos Totales	34,057	37,935	58,178	55,384	50,341	43,762	56,971
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	22,670	26,186	26,856	25,722	28,911	29,593	40,434
Patrimonio Tangible	17,673	20,299	20,304	21,008	24,343	25,025	34,138
Activos restados al Patrimonio para generar patrimonio tangible	4,997	5,887	6,552	4,714	4,568	4,568	6,296
Capitalización ****	38,349	38,265	50,452	47,105	46,747	44,447	56,904
Pasivos contingente	0	0	0	0	0	0	0
ACTIVO PIGNORADO	9,129	7,354	5,287	5,775	6,507	14,619	0
Derechos Fiduciarios	0	0	9,261	8,905	8,298	0	0
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones	47,598	56,767	70,486	66,425	64,447	58,735	97,405
Emisión de Obligaciones en Circulación	1,967	5,358	11,402	10,693	8,554	7,485	7,485
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x)	24.2	10.6	6.2	6.2	7.5	7.8	13.0
Límite Legal para Emitir Obligaciones	38,078	45,414	56,389	53,140	51,557	46,988	77,924

(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)

	dic-06	dic-07	dic-08	abr-09	sep-09	dic-09	feb-10
INDICADORES FINANCIEROS							
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	4.79	4.96	3.44	0.99	3.75	2.84	7.62
(EBITDA - Inver.en Activo Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	2.02	3.55	-2.25	-1.46	1.40	0.22	4.97
EBITDAR / cargos fijos (intereses y cuota leasing del período)	4.79	4.96	3.44	0.99	3.75	2.84	7.62
Deuda Financiera Total / EBITDA o EBITDAR (x) Anual	2.75	1.59	3.96	9.02	1.95	2.30	1.27
Deuda Financiera Neta / EBITDA o EBITDAR (x) Anual	2.58	1.53	3.63	8.76	1.47	1.97	1.14
Deuda Financiera Total (ajustada a leasing) / FFO (x)	3.74	2.20	6.11	-731.78	3.08	4.91	1.46
(FCF) Flujo de caja libre/ deuda financiera total (ajustada al leasing) (%)	-9%	28%	-41%	-2%	45%	51%	89%
Deuda Financiera Total ajustada leasing / Capitalización (%)	41%	32%	47%	45%	38%	33%	29%
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	6%	8%	9%	10%	6%	16%	12%
Deuda Financiera Total ajustada leasing / Pasivo Total (%)	46%	32%	41%	39%	35%	34%	29%
Pasivo Total NO ajustada leasing / Patrimonio (x)	1.50	1.45	2.17	2.15	1.74	1.48	1.41
Pasivo Total NO ajustado leasing / Patrimonio Tangible (x)	1.50	1.45	2.17	2.15	1.74	1.48	1.45
Pasivo Total ajustado leasing / Patrimonio Tangible (BWR estresado)	1.93	1.87	2.87	2.64	2.07	1.75	1.67
Deuda Financiera / Patrimonio Tangible	0.70	0.47	0.89	0.84	0.63	0.51	0.42
Deuda Financiera / Patrimonio Tangible (BWR estresado)	0.89	0.60	1.16	1.02	0.73	0.59	0.48
LIQUIDEZ							
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (ajustado a leasing)	72.1%	68.8%	48.6%	50.1%	56.0%	52.6%	59.4%
Caja e Inv. Corrientes / Deuda Financiera Corto Plazo (incluyendo cuota leasing)	8.9%	4.9%	17.2%	5.9%	44.1%	27.8%	17.3%
FFO / intereses del período (FFO/interest cover)	452.0%	458.2%	323.1%	98.8%	337.9%	233.0%	762.9%
CFO / intereses del período (CFO/interest cover)	231.3%	367.8%	75.8%	242.2%	603.2%	594.0%	1521.0%
FFO / cargos fijos (intereses periodo+cuota leasing)	452.0%	458.2%	323.1%	98.8%	337.9%	233.0%	762.9%
CFO / cargos fijos	131.3%	267.8%	-24.2%	142.2%	503.2%	494.0%	1421.0%
FFO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.37	0.66	0.34	-0.00	0.58	0.39	1.15
CFO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.14	0.49	-0.04	0.32	1.23	1.44	2.47
FFO / Porción Corriente LP (x) Anual	0.77	1.69	0.61	-0.00	1.35	0.46	1.69
CFO / Porción Corriente LP (x) Anual	0.29	1.26	-0.07	0.48	2.86	1.73	3.62
EBITDAR / (Deuda Financiera Corto Plazo + Cuota leasing período) (x) Anual	0.50	0.91	0.52	0.22	0.91	0.82	1.33
EBITDAR / (Deuda Financiera Corto Plazo + Cuota leasing período + Gasto financiero peric	0.56	1.12	0.61	0.29	1.21	1.16	1.61
EBITDAR / (Porción Corriente Deuda LP + Cuota leasing + Gastos Financieros) (x) Anual	0.86	1.59	0.74	0.25	1.36	0.73	1.55
Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0.12	0.41	-0.84	-0.04	0.80	0.97	1.49
Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	-0.49	1.26	-1.61	-0.08	1.87	1.49	2.83
OTROS INDICES							
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	15,073	18,973	21,579	18,329	17,622	16,684	16,525
Liquidez Acida (x)	1.04	1.05	0.91	0.83	0.90	0.85	0.87
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales) / Pasivo Corriente (x)	0.80	0.80	0.66	0.62	0.70	0.68	0.71
Activo corriente / Pasivo Total (x)	1.24	1.32	1.09	1.06	1.10	1.11	1.02
Patrimonio / Activo Total (x)	0.40	0.41	0.32	0.32	0.36	0.40	0.42
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	4	4	4	4	4	5	4
Días de cuentas por cobrar	99	101	96	94	82	72	96
Rotación de inventarios (x)	5	5	4	4	4	4	4
Días de inventarios	71	77	98	95	82	88	83
Rotación de cuentas por pagar (x)	8	6	5	6	8	7	5
Días de cuentas por pagar	42	61	78	64	45	48	78
Rotación Capital de Trabajo	5	4	4	5	5	5	6
Días de Capital de Trabajo	76	83	82	69	67	68	62
Días de Ciclo de Operación	-52	-33	-34	-56	-52	-44	-39