

Ecuador
 Emisión Obligaciones

Continental Tire Andina S.A.
(ERCO)

Calificación – Séptimo Seguimiento

Tipo de Instrumento	Calif. Actual	Calif. Anterior	Último Cambio
Emisión de Obligaciones	AA	A+ "en observación"	Abril.10

Resumen Financiero

(Millones USD)	2008	2009	2010	Jul-11
Activos	99.9	86.2	98.1	127.1
Ventas	103.8	104.1	123.2	105.9*
Margen EBITDA (%)	7.8	9.2	0.2	6.4
ROA (%)	1.7	1.9	-7.5	1.8
Deuda /Capitalización (%)	38	27	50	57
Deuda Financiera Total /FFO (x)	3.9	2.1	-14.2	5.3

* El valor de ventas no incluye USD889 M de otros ingresos por revalorización de inventarios.

Emisión de Obligaciones	
Emisor:	CONTINENTAL TIRE ANDINA S.A.
Monto Original:	USD 8.000.000
Fecha Aprobación SIC:	08-sep-08
Fecha Colocación:	26-sep-08
Fecha Vencimiento:	sep-12
Monto Colocado:	USD 8.000.000
Monto en Circulación:	USD 2.680.000
Plazo:	1.440 días (4 años)
Cupón de Interés:	Tasa Pasiva Referencial (BCE) más 1.75 puntos, reajustables cada 90 días.
Pago de Interés:	Trimestral
Amortización:	Pago de capital trimestral
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
Rep. Obligacionistas:	Global Advise Cia. Ltda.

Contactos

Patricia Pinto, Ecuador
 (593 2) 222 23 23
pintop@bankwatchratings.com

Lorena Oliva, Ecuador
 (593 2) 222 23 23
l.oliva@bankwatchratings.com

FECHA COMITE: 8/Septiembre/2011

ESTADOS FINANCIEROS A: 31/Julio/2011

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACIÓN

Con base en los estados financieros auditados 2009 y 2010 según normas NIIF y estados financieros internos e información adicional con corte a Julio 2011, de **Continental Tire Andina S.A.**, el Comité de Calificación de BankWatch Ratings S.A. decidió mantener la calificación en "AA" (Doble A) a la Emisión de Obligaciones Generales que se analiza en este estudio.

De acuerdo a la descripción de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, la calificación de "AA 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".

La calificación otorgada es una calificación en escala local, la cual indica el riesgo de crédito relativo dentro del mercado ecuatoriano y por lo tanto no incorpora el riesgo de convertibilidad y transferencia. La calificación sí incorpora los riesgos del entorno macroeconómico y de la industria que podrían afectar positiva o negativamente el riesgo de crédito del emisor y /o de la transacción.

La calificación se sustenta en la capacidad de la empresa para generar flujos positivos, lo cual le ha permitido una adecuada recuperación luego de un período de crisis. La capacidad operativa de Continental (ERCO) se sustenta en un mercado cautivo creciente en el cual está bien posicionada

La decisión del Comité de Calificación incorpora las fortalezas de la empresa en cuanto a su amplia gama de productos, que abastece a distintos mercados locales y del exterior, y en relación a la diversificación de sus productos por origen.

Las fortalezas de la empresa y las acciones emprendidas para mitigar la volatilidad de los márgenes nos permiten esperar EBITDAs más estables en adelante.

Además, la empresa se maneja en un mercado deficitario que tanto local como internacionalmente crece de forma acelerada. El mercado absorbe incrementos de precios lo que ha apoyado a la mejora de los márgenes.

La producción cada vez mayor de llantas de camión radial, producto con mayor rentabilidad, ha permitido

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.



también la mejora de los márgenes. Las perspectivas de crecimiento tanto de ventas como de márgenes son positivas para los siguientes períodos una vez que se siga consolidando la posición de este producto en el mercado en Ecuador y en la Zona Andina.

ERCO, al ser la única planta de producción de neumáticos local, cuenta con ventajas competitivas frente a los productos importados que están sujetos a las políticas arancelarias del Gobierno.

Si bien los indicadores de liquidez y endeudamiento aun reflejan el efecto de la paralización de la planta del 2010, se estima que la empresa por sus fortalezas propias estaría en capacidad de volver a los índices históricos en el corto plazo.

El riesgo de refinanciamiento que históricamente ha mantenido la empresa se ve mitigado por el apoyo de la Casa Matriz a través de préstamos directos o garantías que le permiten acceder a fuentes alternativas de financiamiento. La empresa local cuenta con activos libres suficientes para respaldar nuevo endeudamiento.

ANÁLISIS FODA

FORTALEZAS

- Cooperación estratégica, asistencia técnica internacional y soporte financiero de parte de su principal accionista (Continental AG).
- Buen Gobierno Corporativo.
- Experiencia y conocimiento del mercado de fabricación de llantas.
- Posicionamiento de la marca.
- Única productora de llantas en el país y primer productor de llantas de camión radial en la Región Andina.
- Red de comercialización organizada y distribuida a nivel nacional.
- La empresa exporta el 40% de la producción de la planta diversificando el riesgo del entorno macro local.
- Diversificación de productos por segmento de mercado.
- Diversificación de la oferta con producción local e importaciones.

OPORTUNIDADES

- Sólido crecimiento del mercado automotor en los últimos años, que garantiza un amplio mercado de reposición.
- Nuevos mercados y acceso a sinergias con otras plantas del Grupo Continental.
- Política Arancelaria que beneficiaría la producción nacional.
- Mercado actual con más demanda que oferta.
- Escasez mundial de caucho y llantas, como barrera de entrada de nuevos competidores.

DEBILIDADES

- Dependencia de materias primas importadas y fluctuación de precios internacionales, que se mitiga con los contratos con futuros de la Casa Matriz.

AMENAZAS

- Entorno macroeconómico vulnerable a cambios externos.
- Riesgo político y jurídico.

HECHOS RELEVANTES Y SUBSECUENTES

- En mayo del 2011 la Junta Extraordinaria de Accionistas de Continental Tire Andina aprobó la emisión de obligaciones hasta la suma de USD 8 millones con garantía general. En el mes de julio 2011 el Directorio aprobó las características específicas de la nueva emisión.
- Aranceles de importación a CKDs lo cual afectará la producción local de vehículos y por lo tanto la venta de equipos originales. Se estima que la producción de autos locales caiga en aproximadamente 7% según información de la administración de ERCO. Esto tendría efecto sobre las ventas de equipos originales que representan un 15% de las ventas de ERCO. Se espera que la contracción en este segmento sea absorbido por el segmento de reposición.
- Licencias para la importación de llantas. Se considera que esta restricción no afectaría de manera importante a ERCO ya que cumple con las condiciones para obtener dichas licencias. El efecto burocrático y de demoras que dichas licencias generarían, influiría en el 8% de las ventas, porcentaje que representa a los ingresos por ventas de llantas importadas al Ecuador. Se espera que cualquier desfase sea absorbido por el mercado de reposición.

DESCRIPCIÓN DEL EMISOR

Continental Tire Andina S.A. se constituyó el 31 de julio de 1955 bajo el nombre de Ecuadorian Rubber Company y está domiciliada en Cuenca. 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, luego de la fusión con Continental AG se realizó el cambio de nombre 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. 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 de la adquisición de la mayoría de acciones de Continental Tire Andina S.A. por parte de Continental AG de Alemania, la empresa se ha beneficiado aun más de asistencia técnica y apoyo en tecnología en productos y procesos.

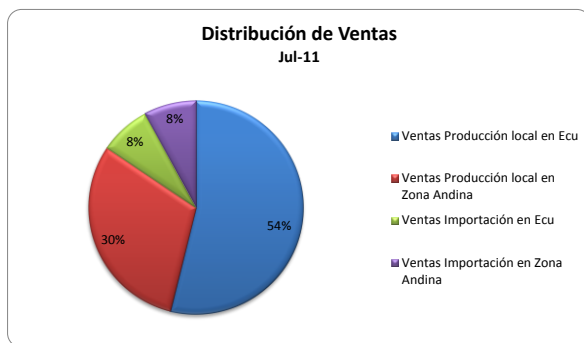
A través de su principal socio, la Compañía tiene acceso a marcas de neumáticos reconocidas a nivel mundial. Los diseños y especificaciones de los productos que se fabrican en la planta de Ecuador, son los mismos que usa Continental en las diferentes plantas alrededor del mundo.

La Compañía 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

Al mes de julio 2011, el mercado de reposición representó el 51% de las ventas en dólares, mientras que equipo original fue el 15% y exportaciones el 34%. Actualmente, la Compañía exporta a los países de la Región Andina, México y Brasil.



Fuente: Continental Tire Andina
Elaboración: BWR

Continental ofrece alrededor de 360 artículos diferentes en siete familias de productos, de los cuales la mayor parte representa producción nacional. 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, Continental Tire Andina 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

Continental Tire Andina es sucursal de Continental AG de Alemania, forma parte del grupo internacional Continental, consolida balances, maneja los mismos sistemas contables y se beneficia de las sinergias con la casa matriz, aunque tiene independencia en los procesos operativos.

La empresa ecuatoriana tiene importancia para la casa matriz debido a que abastece llantas para el mercado de la Región Andina con la producción específica de ciertos tipos de neumáticos. Por otro lado, la ubicación de la planta en Ecuador constituye un tema estratégico para sus mercados naturales de exportación.

La empresa no es miembro de ningún grupo económico local, pero comparte el accionista mayoritario quien mantiene un 39.59% en Andujar. Esta última es a su vez el accionista principal de varias empresas entre las que están los distribuidores asociados que realizan la comercialización de sus productos en distintas ciudades del país. Andujar también es el accionista principal de una plantación de caucho, de una empresa de reencauche y de una comercializadora de llantas importadas. Existe relación administrativa con Globallantas quienes brindan el servicio de comercialización.

ACCIONISTAS Y SOPORTE

La empresa mantiene una estructura accionarial abierta, tiene 475 accionistas y cotizan en las Bolsas de Valores locales, con un valor por acción de USD 1. Los principales accionistas con más del 10% de participación son los siguientes:

Estructura Accionarial		
Nombre	País	%
General Tire Int.Co.	USA	32
Continental Tire North America INC	USA	19
Empronorte Overseas INC	PAN	15
Otros menos 10%		34
TOTAL		100

Continental AG es el mayor accionista de General Tire Int., y de Continental Tire de las Américas LLC. Continental Tire Andina representa para Continental AG un mejoramiento significativo en su posición en el mercado sudamericano, pues es la única planta de fabricación de neumáticos en la Región y por manejar un canal de distribución regional bien establecido.

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)

El soporte de los accionistas de Continental Tire Andina se vio reflejado en el 2010 a través de un refinanciamiento de cuentas por pagar por inventarios con un préstamo revolvente de corto plazo. Esto le permitió a la Compañía cubrir las necesidades financieras de corto plazo luego de la paralización de la planta.

Continental AG está calificada a nivel internacional por Fitch con una calificación de BB- con tendencia estable. Esta calificación está por sobre el riesgo soberano de Ecuador. Las calificaciones internacionales no son comparables con la calificación local.



▪ ADMINISTRACIÓN Y GOBIERNO CORPORATIVO

La Compañía se encuentra gobernada por la Junta General de Accionistas y administrada por el Presidente del Directorio y el Presidente Ejecutivo, que representa al accionista mayoritario. La representación legal de la Compañía corresponde al Presidente Ejecutivo.

Los miembros del Directorio tienen experiencia en diferentes áreas siendo un apoyo para la toma de decisiones de la Compañía. De once directores principales tres 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.

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

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, la empresa ha tenido que enfrentar algunos procesos de paralización de la planta de producción, por huelga de los trabajadores a lo largo de su historia. Entre julio del 2009 y septiembre 2010, la empresa vivió dos procesos de huelga que en total tuvieron paralizada las operaciones por 150 días.

La última negociación y acuerdo firmado dejó como consecuencia el despido de 121 trabajadores miembros del Comité de Empresa, pero también, a través de los acuerdos firmados, se modificó el Contrato Colectivo en lo referente a días feriados y a la jornada de trabajo. Por otra parte, la empresa tuvo un impacto de alrededor de USD 8 MM a los resultados y al EBITDA entre el 2010 y primer trimestre 2011, por concepto de liquidaciones, devolución de reservas de jubilación, incremento de sueldos y bonos.

Al mes de julio 2011, la Compañía cuenta con 1.100 empleados directos. Continental Tire Andina, tiene un Comité de Empresa donde participan actualmente alrededor de 200 trabajadores. Al momento las relaciones laborales en general y con el Comité de Empresas son buenas.

A pesar de que el desenlace de los problemas laborales representó gastos importantes para la empresa y pérdida neta en el 2010, la Administración de la empresa considera que el despido de los trabajadores era necesario para eliminar un problema histórico y garantizar un adecuado y productivo ambiente de trabajo en la empresa.

▪ ENTORNO MACROECONÓMICO

Ver Anexo 2.

▪ RIESGO DE LA INDUSTRIA

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

La tasa de renovación del parque automotor en el Ecuador es del 10% anual. De esta manera existe un mercado potencialmente creciente en cuanto a reposición, independientemente del comportamiento del mercado de vehículos nuevos.

La industria de llantas a nivel mundial es en general deficitaria. La industria automotriz y sus necesidades de reposición han crecido de forma más acelerada que la producción de neumáticos así la demanda supera a la oferta. En función de esta demanda la industria de llantas tendría una alta capacidad de seguir creciendo, e históricamente ha podido trasladar los incrementos de precios al cliente final.

La principal materia prima utilizada en la elaboración de neumáticos es el caucho natural. Aunque no tiene una relación directa con la producción de petróleo, los precios de este "commodity" sí han mantenido una curva similar al comportamiento del crudo. El riesgo de la volatilidad de precios se ha mitigado en Continental Tire Andina a través de los contratos con futuros que mantiene por ser parte de Continental Internacional con los proveedores y que se benefician las sucursales en los momentos que los precios suben.

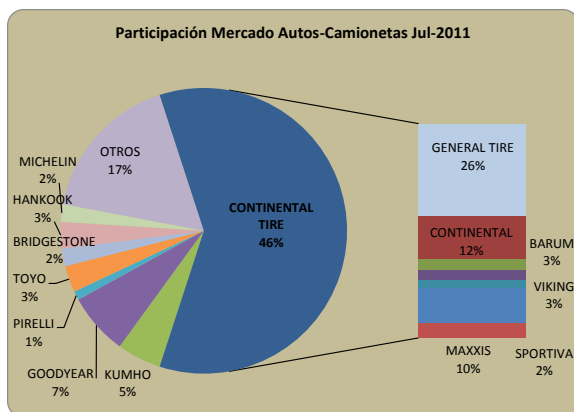
En cuanto a la demanda local se ha observado que es inelástica y no se mueve en función de ningún factor macroeconómico. Este segmento localmente tiene importantes barreras de entrada por los difíciles trámites de importación, el difícil acceso a las productoras internacionales para poder obtener cupos de importación fuera de las sucursales o distribuidores ya establecidos. En todos estos aspectos Continental Tire Andina tiene ventajas competitivas.

Por otra parte, se considera que existe un potencial riesgo de tipo de cambio y transferencia con los proveedores externos en el caso de que se produjera un cambio de la moneda en la economía ecuatoriana. Este riesgo se aumenta en el caso de Continental Tire Andina tomando en cuenta los pasivos que tiene con su casa matriz quien le ha otorgado facilidades de financiamiento y representa un soporte en momentos de iliquidez. No se observa un potencial riesgo de desdolarización de la economía en el corto plazo.

Además, la nueva emisión de obligaciones serviría para cancelar la mayor parte de este crédito de forma que se trasladaría el riesgo al mercado local.

POSICIONAMIENTO DE LA EMPRESA

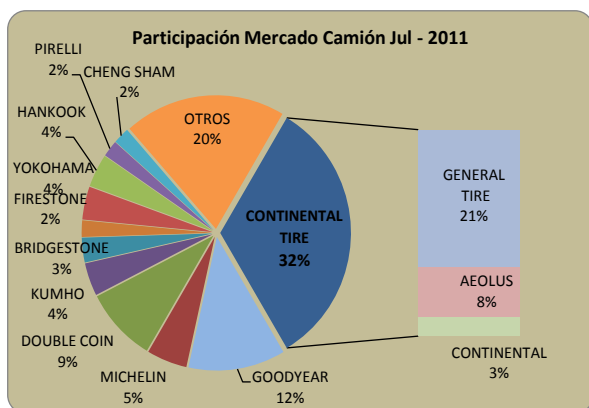
El mercado de llantas está dividido en dos grandes segmentos, el primero llamado PLT (Passenger and Light Truck) es decir llantas para auto y camioneta y el segundo segmento es el de vehículos pesados o comerciales llamado CVT (Commercial Vehicles Tires).



Fuente: CTA; Elaborado: BWR

Continental Tire Andina 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 2011 la participación de la empresa en el mercado PLT es del 46%, mientras que en la línea de vehículos pesados su participación es de 32%.



Fuente: CTA; Elaborado: BWR

De acuerdo a la estrategia de mercadeo de la empresa, 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.

PARTICIPACIÓN DE MERCADO HISTÓRICA Y PROYECTADA

	2.008	2.009	2.010	Jul-11	2.012	2.013
PLT (Auto y Camioneta)	39%	47%	43%	41%	48%	49%
MTB (Camión Bias)	49%	59%	40%	21%	42%	42%
MTR (Camión Radial)	12%	33%	26%	38%	24%	26%
TOTAL	33%	46%	41%	42%	45%	45%

Fuente: Continental Tire Andina; Elaborado: BWR

Continental TA 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.

Una de las estrategias más importantes de Continental Tire Andina 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 fuerte sobre todo en el Ecuador (77% GM, 100% Aymesa, 78% Maresa).

Se estima que el posicionamiento de empresa puede fortalecerse en el corto plazo pues se beneficiaría de las políticas arancelarias del Gobierno que encarecerán los neumáticos importados. Además, el Gobierno busca normar los procesos de importación de manera que se podría formalizar el mercado y saldrían de la competencia varios importadores informales que aumentaron la oferta con neumáticos especialmente de China.

También es importante mencionar que la empresa posee un alto potencial de crecimiento en la Región Andina en especial con llantas de camión radial, de manera que se justificaría la expansión de la planta de producción que actualmente opera al 100%.

ANÁLISIS FINANCIERO

Presentación de Cuentas: Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros auditados al 2009 y 2010 por firma Delloite & Touche presentados bajo las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), los cuales no presentan observaciones ni salvedades, e información interina a julio 2011 también bajo normas NIIF.

GESTION OPERATIVA

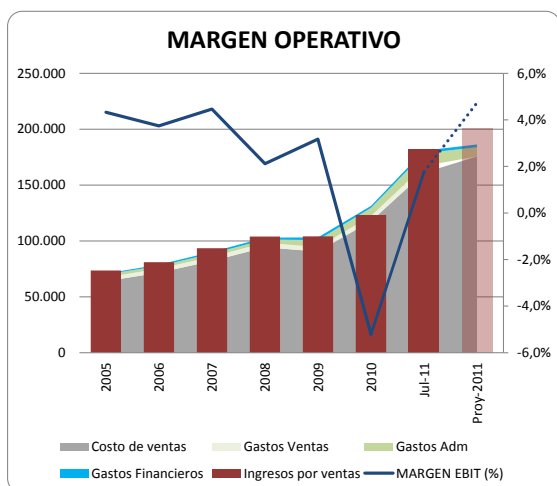
Las ventas netas de Continental Tire Andina a Jul-11 alcanzaron un monto de USD 105.9MM con un crecimiento anual de 40%. Este monto no incluye un valor de USD 889 M por revalorización de inventario que está considerado como otro ingreso no operativo. Desde el año 2005, el crecimiento promedio de las ventas de Continental fue 25%. Pese a haber sufrido el cierre de la planta en el 2009 y 2010, la empresa pudo abastecer al mercado a través de producto importado sin perder posición de mercado.

Las proyecciones estiman que las ventas tendrán un fuerte crecimiento anual de 63% en el 2011, primero por el efecto rebote luego de la desaceleración de ventas del 2010 y además el aumento de ventas de neumáticos radiales para camión. Si se analiza las ventas de julio 2011 sin considerar efectos estacionales, el crecimiento

es de 48%. A partir del 2012 la empresa proyecta crecimientos más conservadores en promedio 11%.

El margen bruto mejora de forma importante a jul-11 pese a que en el primer trimestre la empresa tuvo que absorber nuevamente un pago a ex trabajadores. El margen mejora de 4% en dic-10 a 11.39% en julio recuperando los niveles históricos. El margen mejoró por que el mercado a través de los precios absorbió en parte los incrementos de costos del período, además por una mayor participación en ventas de las llantas de camión radial que maneja mayores niveles de rentabilidad.

Los gastos que la empresa asumió en el 2010 por la huelga y en el primer trimestre de 2011 por el pago de liquidaciones adicionales a los trabajadores separados, influyeron en el crecimiento del gasto operativo en términos nominales y en relación a las ventas en estos dos períodos. Sin embargo, a julio 2011 el incremento del gasto se absorbe en el mayor volumen de las ventas mejorando el índice, y según las proyecciones a diciembre 2011 estiman que volverán a una relación de gasto operativo sobre ventas de alrededor de 7%.

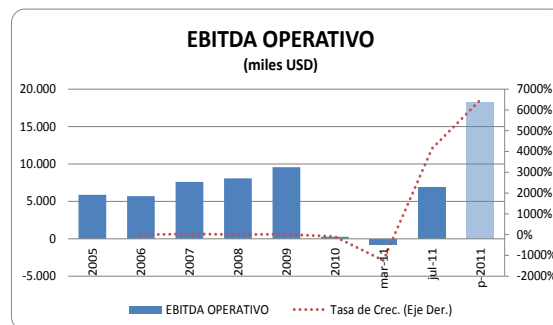


Históricamente los ingresos y egresos no operativos no han sido representativos. Otros ingresos provienen principalmente de comisiones por contratos de asistencia técnica, intereses ganados, ventas de desperdicio y otras ventas brutas. Al mes de julio 2011 existe un rubro importante de otros ingresos que responden en parte a los contratos de asistencia técnica, pero en su mayoría son por reverso de valoración de inventarios por efecto de la adopción de NIIF, y no representan flujo.

El peso del gasto financiero sobre las ventas es de 1.3%. El costo financiero en relación a la deuda financiera ha disminuido por el financiamiento de la Matriz y se mantiene en el promedio de la tasa de mercado del segmento corporativo.

El gráfico de la curva del EBITDA OPERATIVO muestra el comportamiento estable de flujos históricos antes de los efectos de la huelga. En el 2010, el EBITDA fue apenas de USD 276M, y en el primer trimestre hubo un EBITDA operativo negativo de USD-786M. Al mes

de julio 2011 se puede observar la recuperación y el monto del EBITDA alcanza USD 6.8 MM.



La empresa se encuentra bien posicionada y tiene importantes ventajas competitivas en un mercado creciente no solo local sino de exportaciones. El soporte del principal accionista se ha visto pese a la pérdida neta de USD 6.9MM en el 2010. Al mes de julio 2011 no solo se revertió la pérdida neta del primer trimestre cuando se asumió el pago adicional a los trabajadores que salieron de la empresa, sino que alcanza una utilidad neta de USD 1.2 MM. De continuar el actual ritmo de crecimiento en ventas se estima que la empresa podría absorber la totalidad de la pérdida del 2010 en el siguiente período.

ESTRUCTURA DEL BALANCE

ACTIVOS

Los activos totales de Continental ascendieron a USD 127,157 M. Los activos líquidos representan el 69% del balance, de los cuales los más importantes por participación son los Inventarios y las Cuentas por cobrar.

Los inventarios representan el 33% del activo, y tuvieron un incremento de 68% desde diciembre 2010. El crecimiento se da como efecto posterior a la paralización de la planta, pues en diciembre la planta no estaba produciendo y se redujeron los inventarios de producto terminado, mientras que al mes de julio 2011 la planta produce a cerca del 100%. De acuerdo a las proyecciones mantendrán mayores niveles de inventarios, en especial de producto terminado.

Según la información del emisor los inventarios de producto terminado son de rápida realización. La materia prima y los desperdicios también pueden ser fácilmente comercializados. La rotación de inventarios promedio histórica ha sido alrededor de 70 días, al mes de julio 2011 los inventarios rotan más lento en promedio 94 días, como efecto del incremento del stock que fue una decisión estratégica y temporal.

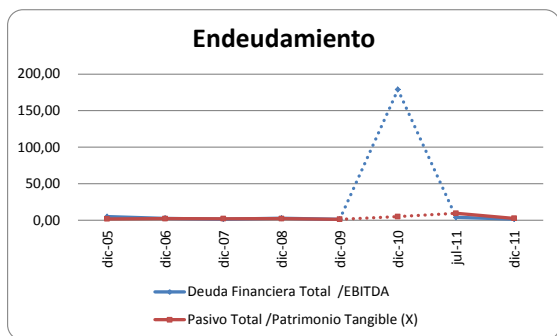
Las cuentas por cobrar son el 27% del activo, en su mayor parte son cuentas con terceros y una pequeña fracción corresponde a cuentas con relacionadas. La cartera es diversificada, el mayor cliente representa el 10% de la cartera total. Los créditos vencidos representan el 5% de la cartera total y están cubiertos por las provisiones.

Los días de rotación promedio de la cartera comercial a julio 2011 fue de 72 días, ligeramente menor al promedio histórico por efecto estacional de ese mes. Las políticas de cuentas por cobrar comerciales están divididas por tipo de producto y si las ventas son locales o exportaciones. En llantas de vehículos livianos la política de crédito es de 30 a 90 días, en llantas de camión se extiende hasta 120 días y en exportaciones es hasta 90 días.

El activo no corriente está conformado principalmente por la Propiedad, Planta y Equipo que a jul-11 ascendió a USD 37 MM y corresponde al 29% del activo. La planta de producción se encuentra en una fase de expansión. Esta ya ha sido adecuada para la producción de llantas de camión radial y ahora se está incrementando la producción.

El proyecto está respaldado por la Casa Matriz, que según las proyecciones financiaría parte del proyecto en el año 2013. Actualmente la capacidad de producción se encuentra en 7.000 llantas por día.

ENDEUDAMIENTO



*dic-11: datos proyectados por el Emisor

Al mes de julio 2011 el pasivo de Continental Tire Andina ascendió a USD 92MM, y financia el 72% del activo. El 87% del pasivo es de corto plazo.

El pasivo principal es otorgado por proveedores que son empresas relacionadas y no relacionadas con quienes manejan relaciones comerciales de varios años. En promedio histórico han manejado 61 días de rotación de las cuentas con proveedores. Si bien al mes de julio 2011 los días de financiamiento suben como efecto rebote del cambio en inventarios luego de la huelga del 2010, a futuro la empresa proyecta mantener 72 días promedio.

El pasivo financiero es el 34% del pasivo total, incluyendo USD 18.2 MM del crédito revolvente de la casa matriz que tiene un costo financiero de 3.62%. La emisión de obligaciones propuesta servirá en parte para reestructurar este pasivo. El pasivo bancario ha disminuido en el último semestre, la empresa mantiene líneas abiertas de crédito en el sistema financiero.

El pasivo de largo plazo se compone principalmente por las reservas para jubilación y desahucio. Además, se registra un crédito de largo plazo y la porción de largo plazo de la deuda con mercado de valores.

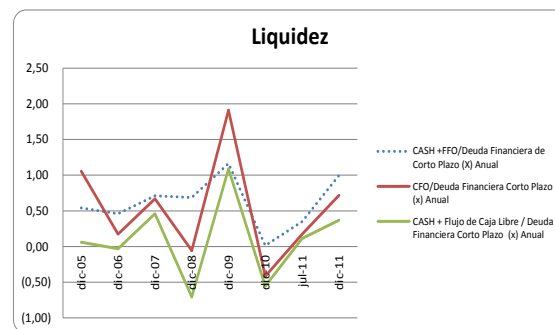
Los niveles de endeudamiento observados a diciembre 2010 y al mes de corte julio 2011 muestran el efecto de la huelga en el balance y sus repercusiones. En condiciones normales Continental Andina ha manejado niveles de apalancamiento históricos en promedio 2.3 de pasivos sobre patrimonio tangible (patrimonio restados activos que no son disponibles para el pago de deuda). De acuerdo a las proyecciones entregadas por el emisor, en los siguientes cinco años en promedio manejarían un índice de 2.1.

Los niveles de deuda en función del EBITDA mejoran al mes de julio 2011 en relación a diciembre 2010. Según éste índice la empresa estaría en capacidad de pagar su deuda financiera en cerca de 3 años con la actual generación. Según las proyecciones el índice mejora con el incremento de las ventas y aún en períodos de inversión para la expansión de la planta, la relación deuda/ EBITDA se mantendría en cerca de 2 veces.

Se estima que el nivel de endeudamiento de la empresa frente al patrimonio, es todavía coyuntural a la situación de paralización que vivió la Compañía en el 2010. Se esperaría que la colocación de la nueva emisión mejore la estructura del pasivo, y con la propia generación del negocio la empresa fortalezca sus niveles patrimoniales en los siguientes dos períodos.

Las proyecciones de endeudamiento presentadas estiman que la empresa continuará con los planes de expansión de la planta para poder cubrir la alta demanda del mercado. La nueva emisión de obligaciones servirá en parte para financiar las nuevas inversiones de activos productivos en el 2011 y 2012. Los proyectos de expansión planificados para el 2013 podrían ser financiadas por la Casa Matriz.

CAPACIDAD DE PAGO Y LIQUIDEZ



*dic-11: datos proyectados por el Emisor

Como se mencionó en seguimientos anteriores, y de acuerdo al gráfico, se puede observar que los indicadores de liquidez de Continental han sido altamente volátiles desde el año 2008. El comportamiento se explica a partir de las variaciones de los precios de materia prima en el último trimestre del 2008 y a la huelga que afrontó la empresa durante el 2009 y 2010. Dadas las características de mercado en las que se desenvuelve el emisor, se estimó que la empresa tendría la capacidad de recuperación de los niveles de liquidez en el corto plazo.

Al mes de julio 2011, la empresa generó un EBITDA operativo positivo de USD 6.8 MM. El flujo generado cubrió el gasto financiero y los impuestos. El flujo de

**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. El emisor ha cumplido sus obligaciones en tiempo y forma y la experiencia en el Mercado de Valores ha sido satisfactoria.

La nueva emisión es de USD 8.000 M, que se estima se colocará en el mercado bursátil durante el último trimestre 2011.

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.

EMPRESA: CONTINENTAL TIRE ANDINA

(Miles de USD)	HISTÓRICOS					PROYECTADOS					
	dic-08	dic-09	dic-10	mar-11	jul-11	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16
RESULTADOS											
Ventas	103.875	104.068	123.193	46.716	105.989	200.546	228.911	262.686	279.790	306.181	331.769
% crecimiento	11,2%	0,2%	18,4%	51,7%	288,9%	62,8%	14,1%	14,8%	6,5%	9,4%	8,4%
Costos	-94.296	-90.594	-117.712	-43.625	-93.914	-175.617	-204.454	-232.713	-250.027	-274.451	-296.906
% crecimiento	14,8%	-3,9%	29,9%	48,2%	269,0%	49,2%	16,4%	13,8%	7,4%	9,8%	8,2%
MARGEN BRUTO (%)	9,2%	12,9%	4,4%	6,6%	11,4%	12,4%	10,7%	11,4%	10,6%	10,4%	10,5%
Otros Ingresos Operativos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
% crecimiento	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	8.077	9.572	276	-786	6.821	18.181	20.609	24.706	28.489	30.784	30.795
MARGEN EBITDA (%)	7,8%	9,2%	0,2%	-1,7%	6,4%	9,1%	9,0%	9,4%	10,2%	10,1%	9,3%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleado:	8.077	9.572	276	-786	6.821	18.181	20.609	24.706	28.489	30.784	30.795
MARGEN EBITDAR (%)	7,8%	9,2%	0,2%	-1,7%	6,4%	9,1%	9,0%	9,4%	10,2%	10,1%	9,3%
Cuota leasing del período	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Depreciaciones, Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas	5.876	6.273	6.694	1.384	4.947	8.701	10.176	9.865	14.856	16.357	14.508
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	2.201	3.299	-6.418	-2.171	1.874	9.480	10.433	14.841	13.633	14.427	16.287
MARGEN EBIT (%)	2,1%	3,2%	-5,2%	-4,6%	1,8%	4,7%	4,6%	5,6%	4,9%	4,7%	4,9%
Gasto Financiero del período	-1.730	-2.425	-1.714	-588	-1.383	-2.487	-2.886	-4.214	-3.637	-2.826	-2.549
Gasto Financiero/ Ventas + Otros Ingresos Operativos	1,7%	2,3%	1,4%	1,3%	1,3%	1,2%	1,3%	1,6%	1,3%	0,9%	0,8%
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/n	9,0%	12,5%	7,0%	7,1%	7,4%	8,0%	8,5%	9,3%	7,6%	7,3%	8,7%
Impuestos a la renta	-368	-179	-921	0	-389	-1.431	-1.759	-2.333	-2.177	-2.510	-2.957
Impuesto a la Renta Efectivo / Resultado de la Gestión Antes de Impuestos	20,1%	9,1%	-12,0%	0,0%	34,6%	22,2%	19,9%	19,5%	19,1%	19,2%	19,4%
Ingresos No Operativos/Resultados Antes de Impuestos y Participaciones	60,1%	85,0%	-5,5%	-171,7%	104,7%	5,1%	14,7%	11,3%	12,4%	11,3%	10,1%
UTILIDAD NETA	1.461	1.793	-6.944	-627	1.271	5.005	7.087	9.649	9.232	10.564	12.317
Resultado neto de la Gestión/Ventas+ Otros Ingresos Operativos	1,4%	1,7%	-5,6%	-1,3%	1,2%	2,5%	3,1%	3,7%	3,3%	3,5%	3,7%
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	4,5%	4,5%	-18,6%	-7,5%	6,4%	13,8%	16,8%	19,0%	15,4%	15,1%	15,1%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	1,7%	1,9%	-7,5%	-2,4%	1,8%	4,7%	5,3%	5,9%	5,1%	5,6%	6,3%
FLUJO DE CAJA A PARTIR DEL RESULTADO NETO (FLUJO ÚR)											
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización; Provisión:	7.337	7.380	-2.111	437	5.747	12.682	18.337	19.477	24.007	26.841	26.745
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	-7.992	6.339	-10.242	1.451	-2.155	-1.722	-9.151	-6.180	-4.083	-5.220	-4.775
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	-9.341	7.621	-18.615	1.889	1.093	3.079	-10.607	-11.173	6.174	12.621	11.498
Inversión en Activos Fijos	-8.111	-6.098	-6.262	0	-2.477	-7.881	-19.793	-24.490	-13.750	-9.000	-10.472
Otras Inversiones, Neto	-575	0	0	0	-21	0	0	0	0	0	0
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos:	-9.341	7.621	-18.615	1.889	1.093	3.079	-10.607	-11.173	6.174	12.621	11.498
Variación Neta de Deuda Financiera	11.516	-8.506	18.508	-873	-2.662	-4.812	10.649	11.521	-5.998	-12.560	-6.497
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pago de Dividendos	-790	0	-381	1	-1	0	-1	0	0	1	0
Otros Financiamientos, Neto	182	1.088	1.101	-57	158	1.011	250	0	0	209	0
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período	1.567	204	613	960	-1.412	-722	292	348	176	271	5.001
Medidas del Flujo de Caja (cash flow measures) ajustadas según FTCH											
EBITDA OPERATIVO	8.077	9.572	276	-786	6.821	18.181	20.609	24.706	28.489	30.784	30.795
(-) Gasto Financiero del período	-1.730	-2.425	-1.714	-588	-1.383	-2.487	-2.886	-4.214	-3.637	-2.826	-2.549
(-) Impuesto a la renta del período	-368	-179	-921	0	-389	-1.431	-1.759	-2.333	-2.177	-2.510	-2.957
(-) Dividendos "preferentes" pagados en el período (ingreso manual diferenciand	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	5.979	6.968	-2.359	-1.374	5.049	14.263	15.964	18.159	22.675	25.448	25.289
(-) Variación Capital de Trabajo	-7.992	6.339	-10.242	1.451	-2.155	-1.722	-9.151	-6.180	-4.083	-5.220	-4.775
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	-2.013	13.307	-12.601	77	2.894	12.541	6.813	11.999	18.592	20.228	20.514
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	1.358	1.677	427	1.771	1.175	326	1.299	1.355	1.413	1.473	1.536
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	-579	0	-45	-544	-883	0	0	0	0	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-790	0	-381	1	-1	0	-1	0	0	1	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-8.111	-6.098	-6.262	0	-2.477	-7.881	-19.793	-24.490	-13.750	-9.000	-10.472
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-10.131	7.621	-18.996	1.890	1.092	3.079	-10.607	-11.173	6.174	12.622	11.498
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	11.516	-8.506	18.508	-873	-2.662	-4.812	10.649	11.521	-5.998	-12.560	-6.497
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	182	1.088	1.101	-57	158	1.011	250	0	0	209	0
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	1.567	204	613	961	-1.412	-722	292	348	176	271	5.001
FFO MARGEN (FFO/Ventas)(%)	5,76%	6,70%	-1,91%	-2,94%	4,76%	7,11%	6,97%	6,91%	8,10%	8,31%	7,62%
(-) cuota leasing del período (ingreso manual - incluido en gastos administrativos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBITDAR OPERATIVO (EBITDA+ CUOTA LEASING DEL PERÍODO)	8.077	9.572	276	-786	6.821	18.181	20.609	24.706	28.489	30.784	30.795
BALANCE											
Caja e Inversiones Corrientes	1.978	2.173	2.786	3.746	1.373	2.064	2.356	2.703	2.879	3.151	8.151
Activos Totales	99.944	86.254	98.062	110.314	127.157	116.547	148.822	176.443	185.411	191.490	202.389
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye leasing)	11.572	7.852	29.269	28.880	28.532	22.135	28.210	42.955	37.158	24.397	17.101
Pasivo financiero Largo Plazo	12.117	7.276	4.328	3.844	2.402	6.650	11.224	8.000	7.799	8.000	8.799
Financiamiento Leasing	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Contingentes que deban ser considerados como deuda financiera	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Otros Ajustes	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Obligaciones Financieras Total (ajustada a leasing)	23.689	15.128	33.597	32.724	30.935	28.785	39.434	50.955	44.957	32.397	25.900
Pasivos con Proveedores	20.329	11.945	17.345	27.416	41.795	30.943	41.880	47.767	50.693	55.340	59.905
Otros Pasivos	16.809	18.272	13.382	17.063	19.419	18.076	21.678	22.243	25.051	28.477	28.992
Pasivos Totales	60.827	45.345	64.324	77.203	92.148	77.804	102.992	120.965	120.701	116.214	114.797
Patrimonio (incluye Participación Minoritaria)	39.117	40.909	33.738	33.112	35.009	38.743	45.830	55.479	64.710	75.275	87.592
Patrimonio Tangible	27.943	34.462	28.776	26.300	24.929	31.146	40.308	49.773	58.623	68.863	80.837
Activos restados al Patrimonio para generar patrimonio tangible	11.174	6.447	4.962	7.082	10.080	7.597	5.522	5.706	6.087	6.412	6.755
Capitalización ****	62.806	56.037	67.335	65.837	65.944	67.528	85.264	106.434	109.667	107.672	113.492
Pasivos contingente	0	0	3.417	233	0	233	233	233	3.417	0	0
Pasivos fuera de Balance	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
GARANTÍA GENERAL											
Activos Pignorados	9.261	7.934	25.083	24.497	17.564	24.497	17.564	17.564	17.564	17.564	17.564
Activos diferidos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Inventarios perecibles	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	41.252
Otros activos que deban ser restados	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones	90.683	78.320	72.979	85.817	109.593	92.050	131.258	158.879	167.847	173.926	143.572
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones Ajustado	90.683	78.320	72.979	85.817	109.593	92.050	131.258	158.879	167.847	173.926	143.572
Emisión de Obligaciones en Circulación	11.402	7.485	4.627	3.212	2.680	9.216	14.400	11.200	11.000	12.201	12.400
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x) regulación	0	10	16	27	41	10	9	14	15	14	12
Límite Legal para Emitir Obligaciones	72.546	62.656	58.383	68.654	87.674	73.640	105.006	127.103	134.277	139.141	114.858

(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)

EMPRESA: CONTINENTAL TIRE ANDINA

	HISTÓRICOS				PROYECTADOS					
	dic-08	dic-09	dic-10	jul-11	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16
(Miles de USD)										
INDICADORES FINANCIEROS										
COBERTURA DEL GASTO FINANCIERO Y LEASING										
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	4,67	3,95	0,16	4,93	7,31	7,14	5,86	7,83	10,89	12,08
(EBITDA - Inver.en Act. Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	-0,02	1,43	-3,49	3,14	4,14	0,28	0,05	4,05	7,71	7,97
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	4,67	3,95	0,16	4,93	7,31	7,14	5,86	7,83	10,89	12,08
FFO/intereses del período (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera	4,46	3,87	-0,38	4,65	6,74	6,53	5,31	7,23	10,00	10,92
CFO/intereses del período (CFO INTEREST COVER)	-0,16	6,49	-6,35	3,09	6,04	3,36	3,85	6,11	8,16	9,05
FFO/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	4,46	3,87	-0,38	4,65	6,74	6,53	5,31	7,23	10,00	10,92
CFO/cargos fijos	-1,16	5,49	-7,35	2,09	5,04	2,36	2,85	5,11	7,16	8,05
APALANCAMIENTO										
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexib	2,93	1,58	121,73	2,65	1,58	1,91	2,06	1,58	1,05	0,84
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual-	2,69	1,35	111,63	2,53	1,47	1,80	1,95	1,48	0,95	0,58
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ FFO (x)	3,96	2,17	-14,24	3,57	2,02	2,47	2,81	1,98	1,27	1,02
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ Capitalización (%)	38%	27%	50%	47%	43%	46%	48%	41%	30%	23%
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	8,3%	16,4%	42,3%	45,1%	10,6%	10,8%	21,7%	16,9%	5,8%	0,0%
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ Pasivo Total (x)	0,39	0,33	0,52	0,34	0,37	0,38	0,42	0,37	0,28	0,23
Pasivo Total NO AJUSTADO/ Patrimonio Tangible (x)	2,18	1,32	2,24	3,70	2,50	2,56	2,43	2,06	1,69	1,42
Pasivo Total AJUSTADO/Patrimonio Tangible (X)	2,18	1,32	2,24	3,70	2,50	2,56	2,43	2,06	1,69	1,42
Deuda Financiera AJUSTADA/Patrimonio Tangible (X)	0,85	0,44	1,17	1,24	0,92	0,98	1,02	0,77	0,47	0,32
porcentaje dividendo pagado en el período/ut del año anterior	54%	-87%	21%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
LIQUIDEZ										
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (Ajustada)	0,49	0,52	0,87	0,92	0,77	0,72	0,84	0,83	0,75	0,66
FFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0,52	0,89	-0,08	0,30	0,64	0,57	0,42	0,61	1,04	1,48
FFO/Porción Corriente LP (x) Anual	1,04	1,85	(0,84)	2,46	3,10	3,95	5,59	7,08	6,06	7,02
CASH + FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0,69	1,16	0,01	0,35	0,74	0,65	0,49	0,69	1,17	1,96
CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(0,17)	1,69	(0,43)	0,17	0,57	0,29	0,31	0,54	0,89	1,29
CFO/Porción Corriente LP (x) Anual	-0,35	3,53	-4,49	1,41	2,72	1,69	3,69	5,81	4,82	5,70
CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(0,70)	1,25	(0,55)	0,11	0,23	(0,29)	(0,20)	0,24	0,65	1,15
CASH+ Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	-1,41	2,60	-5,78	0,92	1,12	-2,28	-2,63	2,83	3,75	5,46
OTROS INDICES										
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	23.927	21.289	7.689	8.384	16.225	19.393	11.185	21.275	39.352	56.246
Liquidez Acida (x)	100%	106%	66%	58%	79%	71%	64%	70%	83%	97%
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales)/ Pasivo Corriente (x)	72%	82%	56%	45%	69%	64%	58%	64%	75%	89%
Activo corriente / Pasivo Total (x)	101%	103%	92%	96%	97%	94%	91%	97%	110%	125%
Patrimonio / Activo Total (x)	39%	47%	34%	28%	33%	31%	31%	35%	39%	43%
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	4	5	5	5	5	5	5	5	5	5
Días de cuentas por cobrar	95	69	79	72	70	75	75	75	75	75
Rotación de inventarios (x)	4	5	5	4	6	5	5	5	5	5
Días de inventarios	92	79	77	94	58	73	73	72	72	71
Rotación de cuentas por pagar (x)	5	8	7	4	6	5	5	5	5	5
Días de cuentas por pagar	78	47	53	93	63	74	74	73	73	73
Rotación Capital de Trabajo	4	4	15	19	11	11	21	12	7	5
Días de Capital de Trabajo	91	85	24	19	33	34	17	31	52	68
Días de Ciclo de Operación	(18)	(17)	(79)	(53)	(31)	(40)	(56)	(44)	(23)	(6)
Activo corriente / Pasivo corriente	164%	184%	115%	111%	127%	125%	111%	122%	144%	165%

(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.

Ecuador

Entorno Macroeconómico

ANEXO 1

ENTORNO ECONÓMICO

Las perspectivas de corto plazo siguen siendo positivas y se esperaría estabilidad en el entorno macroeconómico. A mediano plazo surgen preocupaciones en función de las perspectivas de la economía global que pudiera contraer sus niveles de crecimiento. Por otro lado, se mantiene la preocupación en cuanto a que la estabilidad del Ecuador depende del gasto público y que esto a su vez está íntimamente ligado al precio del petróleo.

COMPORTAMIENTO HISTÓRICO

	2006	2007	2008	2009	2010
PIB (USD Mill 2000)	21962	22,410	24,032	24,119	24,983
Inc. PIB (Mill.2000)%	4.75	2.04	7.24	0.36	3.6
Inc. oferta y demanda global%		3.9	8.1	-3.6	7.4
Inflación Anual %	2.87	3.32	8.83	4.31	3.33
Deuda total del Gobierno/PIB%	32.4	30.5	25.3	19.7	23.0
Deuda externa del Gobierno/PIB%	24.7	23.9	19.2	14.4	15.2
Deuda interna del Gobierno/PIB%	7.7	6.6	6.2	5.3	7.8
Cuenta Corriente/PIB %	3.9	3.6	2.0	-0.35	-3.31
Presupuesto General del Estado/PIB%	-0.2	-0.1	-1.1	-5.07	-1.95
Ingreso Sector Publico/PIB %	27.0	29.6	40.7	35.3	40.0
Gasto Corriente Gobierno/PIB%	19.1	20.1	27.2	26.8	29.20
Inversión del Gobierno /PIB%	4.7	7.5	12.9	12.8	12.5
Precio del Petroleo/ barril USD (ref)	65.4	72.7	97.7	64.0	84.5

El 4to trimestre del 2010 mostró un crecimiento anual del PIB muy importante del 7%. Se expanden todas las actividades sin excepción. El crecimiento del PIB en el año 2010 terminó en 3.60%, cercano a las estimaciones del Gobierno. Solamente la agricultura y la ganadería cerraron el 2010 con pequeños decrecimientos. La refinación de petróleo cayó de manera importante por el cierre de la refinaria de Esmeraldas. Debe destacarse el crecimiento del PIB en las siguientes actividades económicas especialmente en relación al 2009:

sectores	2009	2010
Intermediación Financiera	170%	17.30%
Industria Manufacturera	-150%	6.70%
Comercio	-2.30%	6.30%
Construcción	5.40%	6.70%

Si al PIB añadimos el comportamiento del comercio exterior, vemos que el crecimiento económico del País, es decir de su oferta y demanda global fue del 7.4% en el 2010, mientras que en el 2009, se reduce en 3.6%. Debemos destacar el extraordinario crecimiento de las

importaciones y el modesto aumento de las exportaciones:

Comercio Exterior	2009	2010
Importaciones	-11.60%	16.30%
Exportaciones	-5.90%	2.30%

El consumo de los hogares se ha recuperado a partir del segundo trimestre del 2010 y es lo que fomenta el gran incremento de las importaciones. El consumo de los hogares en el 2010, crece en 7.7%, más que en el 2008 (6.9%). En parte, este comportamiento compensa el decrecimiento en el 2009, cuando los hogares consumieron un 0.7% menos que el año anterior.

Durante el 2010 se observa que la formación de capital fijo se eleva en 10.2% cuando en el 2009 se contrae en 4.3%. La expansión del 2010 no iguala la tasa del 2008 que fue del 16.1%, y se fundamenta en el enorme crecimiento de la inversión pública.

PERSPECTIVAS 2011

Proyecciones de Crecimiento	BCE	Fitch	Cepal	Otros
2011	5.06%	2.80%	6.40%	3.60%

*Estimaciones FITC realizadas en Nov-2010

INFLACION ANUAL	marzo	abril	mayo
2011	3.57%	3.88%	4.23%
2010	3.35%	3.21%	3.24%

Para el 2011, el gobierno prevé una expansión del sector no petrolero en 5.6% y del petrolero en 1.6%, lo que se resume en un incremento del PIB total de 5.06%. Esta proyección se fundamenta en la inversión pública (empresas mineras principalmente) y en el gasto corriente del gobierno, lo cual alimenta el consumo de los hogares.

Dado que la expansión esperada no provendría del incremento de la producción privada, podría generarse un proceso inflacionario (ya se observa) como resultado de la insuficiencia de importaciones, limitadas por la imposición de restricciones, y de la mayor demanda de servicios.

Lamentablemente, el entorno para la inversión privada es aún incierto y desfavorable (múltiples reformas tributarias, incrementos de salarios más altos que los incrementos en la producción, propuestas de leyes antimonopolios sin participación del sector privado) lo que impide aprovechar localmente el incremento de la demanda y la disponibilidad de crédito.

Preocupa principalmente la dirección que tomarán las decisiones de los juzgados en cuanto a las demandas por las prácticas de tercerización laboral, lo cual constituye una amenaza para el sector real de la economía.



Constituye también un límite para las inversiones la situación diplomática con nuestro mayor socio comercial y una amenaza para nuestras exportaciones la culminación de la firma del TLC entre USA y Colombia.

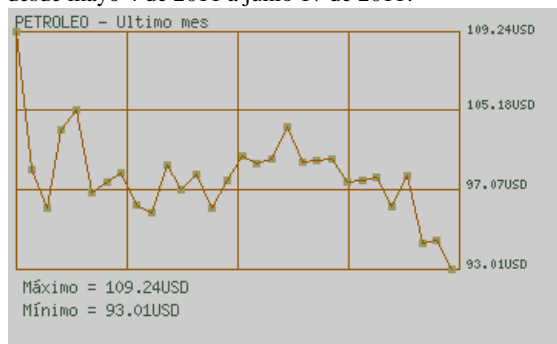
De lo dicho se desprende que la proyección del Gobierno para el crecimiento del PIB pudiera resultar optimista a menos que se retome la inversión en el sector privado. Esto a pesar de que se estima que el consumo de los hogares crecerá en la misma proporción que en el 2010, pero que se considera será satisfecho por productos importados. Parte de la expansión en el 2010, tanto de la construcción como de las manufacturas obedeció a una compensación del comportamiento negativo del 2009, por lo que pudiera esperarse que el crecimiento de estos segmentos en el 2011 se desacelere.

Se espera que en el 2011, el crecimiento de la economía se de en el mercado local. Las exportaciones mantendrían un crecimiento lento y las importaciones seguirán expandiéndose mientras lo permitan el precio del petróleo (precio actual por barril del crudo ecuatoriano, USD 93,00) y los desembolsos de los créditos externos.

COMPORTAMIENTO DEL PRECIO DEL PETRÓLEO

Como se menciona anteriormente, la economía ecuatoriana es altamente vulnerable al precio del petróleo. El presupuesto del estado contempla un precio del crudo ecuatoriano de aproximadamente USD75 por barril. El precio del crudo ecuatoriano se ubica entre USD 5 y USD7 menos que el WTI.

Comportamiento del precio del petróleo WTI por barril desde mayo 4 de 2011 a junio 17 de 2011:



Los precios del petróleo internacional subieron durante algunos meses, pero los grandes actores de la economía global ahora buscan que bajen, sea con un aumento de la oferta o una reducción de la demanda.

Los países del norte industrializado lograron bajar el precio del crudo alrededor de 7 por ciento en apenas dos días, sólo con el anuncio de que sacarán 60 millones de barriles de sus reservas para ponerlo en el mercado, luego de que la OPEP no logró llegar a un acuerdo acerca de aumentar la producción para contener la escalada de precios y así ayudar a la recuperación de la economía global.

La Agencia Internacional de Energía (AIE), de los 28 países más industrializados, anunció que la medida del grupo de entregar al mercado en julio 60 millones de barriles, a razón de dos millones diarios, obedece a la "continuada interrupción en los suministros petroleros de Libia".

Sea como fuere, la decisión de la AIE, la tercera de su tipo en 20 años, hizo retroceder los precios de los crudos marcadores en los principales mercados.

Las expectativas de menores crecimientos de algunos países, tanto emergentes como industrializados contribuirán a limitar el crecimiento del precio del barril del crudo.

Fuentes: BCE y Ecuador Analysis
Superintendencia de Bancos y Seguros
FitchRatings-Rating Report Ecuador

Elaboración: BWR.