

Ecuador
Emisión Obligaciones

Continental Tire Andina S.A. (ERCO)

Calificación

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

Resumen Financiero

(Millones USD)	2008	2009	2010	2011
Activos	99.9	86.2	98.1	127.2
Ventas	103.8	104.1	123.2	197.5
Margen EBITDA (%)	7.8	9.2	0.2	6.7
ROA (%)	1.7	1.9	-7.5	2.2
Deuda /Capitalización (%)	38	27	50	54
Deuda Financiera Total /FFO (x)	3.9	2.1	-14.2	4.4

Emisión de Obligaciones		
Emisor:	CONTINENTAL TIRE ANDINA S.A.	
Emisión:	Tercera	Cuarta
Monto Original:	USD 8.000.000	USD 8.000.000
Fecha Aprobación SIC:	08-sep-08	28-oct-11
Fecha Colocación:	26-sep-08	24-nov-11
Fecha Vencimiento:	sep-12	nov-16
Monto Colocado:	USD 8.000.000	USD 8.000.000
Monto en Circulación:	USD 1.084.000	USD 8.000.000
Plazo:	1.440 días (4 años) TPR (BCE) más 1.75	1.800 días (5 años)
Cupón de Interés:	puntos, reajustables cada 90	7,75% Anual Fija
Pago de Interés:	Trimestral	Trimestral (Un período gracia)
Pago de Capital:	Trimestral	Semestral (Un período gracia)
Garantía:	General	General
Destino de la Emisión:	Inversión en Activos	Reestructuración de pasivos y capital de trabajo

Actividad del Emisor: Empresa industrial fabricante de neumáticos para vehículos pesados y livianos.

Contactos

Patricia Pinto, Ecuador; (593 2) 226 97 67 ext. 103
pintop@bankwatchratings.com

Lorena Oliva, Ecuador; (593 2) 226 97 67 ext. 108
l.oliva@bankwatchratings.com

FECHA COMITE: 3/Abril/2012

ESTADOS FINANCIEROS A: 31/Enero/2012

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACIÓN

Con base en los estados financieros auditados a diciembre 2011, según normas NIIF y estados financieros interinos e información adicional con corte a Enero 2012, de **Continental Tire Andina S.A.**, el Comité de Calificación de BankWatch Ratings S.A. decidió mantener la calificación de "AA" (**Doble A**) a la Tercera y Cuarta Emisión de Obligaciones Generales, las cuales se analizan 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 decisión del Comité recoge las fortalezas del emisor que se desenvuelve dentro de un sólido negocio local y de exportación, con demanda creciente y posibilidades de expansión.

Las ventas de la compañía tuvieron un crecimiento de 60% en el 2011, porcentaje que afirma la capacidad de la empresa de responder a un mercado demandante, deficitario manteniendo una participación por sobre el 45%.

Sin embargo, Continental al ser una empresa industrial ha estado expuesta a riesgos intrínsecos al negocio como las fuertes variaciones de los precios de su principal materia prima, el caucho natural, además, problemas laborales que, como consecuencia provocaron paralizaciones de las plantas un período en el 2009 y un período en el 2010. Estos dos factores generaron volatilidad en el EBITDA desde el año 2008 y ha presionado los indicadores de endeudamiento y liquidez. Aun así, con excepción del año 2010, la empresa ha mantenido un margen EBITDA no menor al 7%.

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.



Los resultados netos del 2011 no alcanzaron la proyección, pues los márgenes manejados fueron menores a los esperados, influenciados especialmente por el acelerado incremento del precio del caucho en el último trimestre del año, que no pudo ser trasladado con la misma rapidez a los precios. Sin embargo, la generación permitió cubrir la fuerte variación del capital de trabajo negativa, producto del importante crecimiento de las ventas, no cubrió las necesidades de inversión en activos fijos que requirieron endeudamiento adicional.

Continental Andina, a pesar de los períodos de inestabilidad, ha continuado realizando inversiones en CAPEX, para poder responder a la demanda del mercado local y de la Región Andina. Las inversiones en CAPEX han servido para incrementar la capacidad de la planta, se espera que la producción pase de 6.800 llantas diarias promedio en el 2011, a 7.200 en el 2012.

La necesidad que ha tenido la empresa de refinanciamiento de la deuda de corto plazo, se ha mitigado con el apoyo que ha recibido del accionista principal y las líneas financieras disponibles en algunos bancos locales. Además, la estructura de deuda de largo plazo que ha alcanzado la empresa a través de Continental AG y de mercado de valores ha disminuido la presión en la liquidez.

La expectativa de la Calificadora es que, el emisor con una mayor capacidad de producción, y con la expansión de sus mercados pueda absorber la volatilidad del margen bruto propio de la industria y manejar EBITDA'S que le permitan mejorar sus niveles de liquidez y apalancamiento al menos a los niveles mostrados en las proyecciones analizadas. Un cambio en estas tendencias podría influenciar en las decisiones de calificación.

■ HECHOS RELEVANTES Y SUBSECUENTES

El Comité de Calificación de Enero 08, 2009, redujo la calificación originalmente otorgada a la primera emisión de obligaciones de AA+ a A+ por la presión en los indicadores de endeudamiento y liquidez observada en cifras a Octubre 31, de 2008. Factores que contribuyeron a este comportamiento: altas inversiones en activos fijos que no rindieron fruto en ese año, apreciación del dólar de Estados Unidos, frenaron ventas en el exterior y la reducción del margen bruto por un importante incremento en el precio de la materia prima.

A partir del segundo semestre del 2009, se concreta la integración de la empresa con Continental AG lo que ha implicado un desarrollo comercial y productivo importante.

El 31 de julio 2009, se inician los problemas laborales con la toma de las instalaciones y el inicio de la huelga

Durante el primer trimestre del 2011, se realizó el último desembolso de los valores que se pagaron a los empleados para dar fin con el problema laboral.

El Comité de Comercio Exterior (COMEXI) en Agosto del 2011 decretó las resoluciones No. 17 y No. 18 que establecen la emisión de licencias para la importación de vehículos y sus partes. El objetivo de esta medida apunta a reducir en un 20% la importación de vehículos y en un 5% la importación de partes para el ensamblaje (CKDs).

La resolución del COMEXI se aplica para 44 partidas arancelarias en las que además de llantas y vehículos incluye a piezas y partes automotrices televisores y equipos de frío. Los sectores que más demandan cupos y licencias de importación son el automotor y el de las llantas.

Además, en el caso de los neumáticos se estableció un arancel específico entre USD 0.90 y USD 1.20 por kilo neto, dependiendo del tipo del producto. El COMEXI aprobó el diferimiento arancelario a 0% de arancel para tres gremios (federaciones de transporte público y pesado). Sin embargo, las federaciones no han hecho uso de los cupos para la importación directa hasta diciembre 2011. Los procesos de importación son complejos y los proveedores internacionales generalmente venden a sus subsidiarias directamente, como en el caso de Continental.

En el mes de septiembre 2011, el Ministerio de Industrias y Productividad lanzó un programa de reencauche con el que espera incrementar al doble la reutilización de neumáticos por medio de procesos de reencauche. Existen 11 empresas y 14 plantas que realizan este proceso. Con el Programa, se espera disminuir en USD 30 millones la importación de neumáticos en el 2012.

■ ENTORNO MACROECONÓMICO

Ver Anexo 2.

■ RIESGO DE LA INDUSTRIA

La industria de neumáticos es una industria madura cuyo crecimiento está estrechamente ligado al comportamiento del sector automotor el cual ha mostrado una tendencia creciente en los últimos diez años en el Ecuador, con una tasa promedio de crecimiento anual de 27% desde el 2001.

El incremento del volumen de vehículos nuevos vendidos año a año hace que el mercado de llantas maneje un nivel de demanda predecible y creciente, no solo por los equipos originales para los vehículos ensamblados sino por la necesidad del recambio periódico, que en el caso de automóviles livianos es menor y para vehículos de transporte público o pesado la rotación suele ser más rápida.

La tasa de renovación del parque automotor en el Ecuador es del 10% anual. Según información del Servicio de Rentas Internas, al mes de febrero 2012 el parque automotor total del Ecuador asciende a 2.542.293 vehículos.

Es necesario establecer que existen dos sub segmentos dentro de la demanda de neumáticos del parque automotor. Los vehículos livianos, cuyo crecimiento



está ligado en general a la estabilidad de factores macro económicos, al nivel de empleo, y a las facilidades de financiamiento que otorgue el sistema financiero o las casas comerciales. Aun si el mercado de vehículos nuevos livianos se desacelerara en el año 2012 como prevé la industria, el mercado de llantas cuenta con una amplia demanda por reposición. Se estima que el comportamiento de las ventas por reposición no maneja una relación directa con ninguna variable macro sino que depende en mayor parte de las necesidades específicas de su mercado.

Por otra parte, el segmento de vehículos de transporte público y pesado depende en general del movimiento del sector industrial, la inversión pública y por ende los ingresos que perciben la economía y el Gobierno.

Según información del Ministerio de Industrias y Producción, el sector de transporte pesado cuenta con 150 mil unidades que demandan 1,5 millones de neumáticos anualmente. Esta demanda se cubre en su mayoría por productos importados (25%), producto reencauchado (17%) y la producción local (15%). Según datos del MIPRO existe una demanda insatisfecha de más del 40%.

Por esta razón y por el ahorro que podría significarle al Gobierno, al final del 2011 se lanzó un programa de reencauche y reutilización de neumáticos para el transporte pesado que espera incrementar la oferta y la demanda de este producto, dando apoyo a las empresas reencauchadoras y capacitación a transportistas para que demanden este producto. Con este proyecto el Gobierno espera duplicar la oferta de llantas reencauchadas en el mercado nacional.

La oferta de llantas en el Ecuador, tanto para vehículos livianos como pesados, está dada por un solo productor local que es Continental Tire Andina y por varias marcas importadas. Es un mercado con alta competencia existiendo más de 15 marcas en cada segmento. Continental es el líder del mercado total de llantas con una participación de más del 45%.

Esta industria es intensiva en uso de capital y con necesidades permanentes de inversión para mantenimiento y renovación. Tanto la industria como el comercio de llantas tienen importantes barreras de entrada por las necesidades de inversión y en la parte comercial por las dificultades que generan los trámites de importación, la necesidad de licencias y de asociación a casas productoras internacionales.

La principal materia prima utilizada en la elaboración de neumáticos es el caucho natural. La producción mundial de caucho natural se concentra en países asiáticos principalmente Tailandia. El 30% del consumo proviene de China. El caucho natural es indispensable en la fabricación de algunos elementos de la llanta. La dificultad de la industria en adaptarse a la escasez de esta materia prima y el crecimiento de la demanda con la recuperación del sector automotor a nivel mundial provoca alza de precios.

Aunque no tiene una relación directa con la producción de petróleo, los precios de este “commodity” sí han mantenido una curva similar a la del crudo. En los últimos años los precios muestran un comportamiento volátil. La perspectiva para el año 2012 es una tendencia de las cotizaciones a la baja.

■ PERFIL DE LA COMPAÑÍA

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 que Continental AG en septiembre del 2009, consolida la mayor parte de las acciones de la empresa local, 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 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.

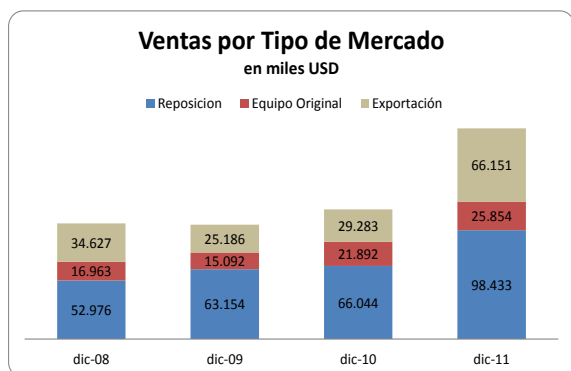
A través de su principal socio, la Compañía tiene acceso a marcas de neumáticos reconocidas a nivel mundial. Los diseños y especificaciones de los productos que se fabrican en la planta de Ecuador, son los mismos que usa Continental en las diferentes plantas alrededor del mundo.

Las ventas están dirigidas a tres mercados:

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

Al mes de diciembre 2011, el mercado de reposición representó el 52% de las ventas en dólares, mientras que equipo original fue el 14% y exportaciones el 35%. Actualmente, la Compañía exporta a los países de la Región Andina (Colombia, Chile, Venezuela, Perú y Bolivia), México y Brasil.

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

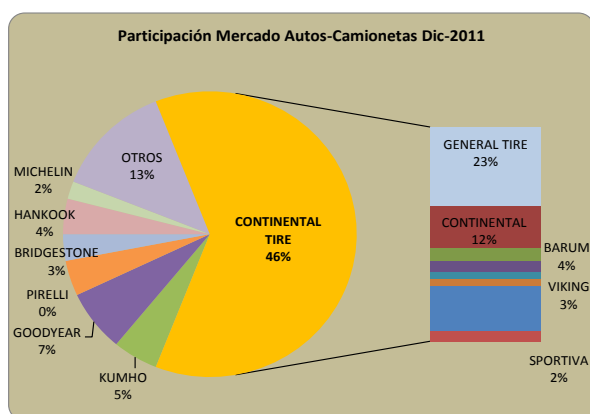


Fuente: Continental Tire Andina
Elaboración: BWR

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.

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).



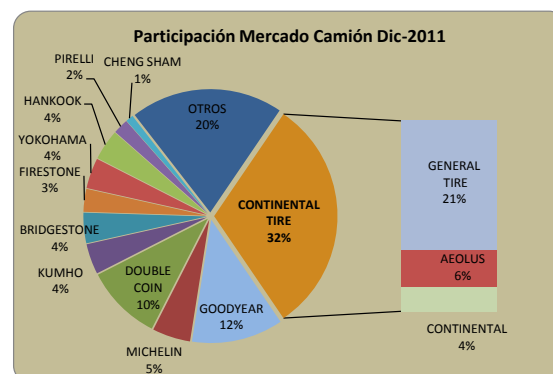
Fuente: CTA; Elaborado: BWR

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%.

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.



Fuente: CTA; 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).

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%.

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 importante valor agregado en su posición en el mercado sudamericano, pues es la única planta de fabricación de neumáticos en la Región y además maneja un canal de distribución regional bien establecido.

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.

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 revolviente de corto plazo, el cual en el mediano plazo podría ser capitalizado. Al momento la empresa local cuenta con una carta de intención de su casa matriz para extender su deuda que no será exigida en el corto plazo.

Históricamente no se han realizado repartos de dividendos. Sin embargo, al ser una estructura de capital abierto si un accionista solicita el pago de dividendos la empresa está en obligación legal de hacer el reparto. De darse este caso, como se ha visto en algún período anterior, el accionista mayoritario puede capitalizar la porción mayor de las utilidades y el accionista minoritario podría recibir al menos el 50% de las utilidades no capitalizadas. Según la resolución de la Junta de Accionistas de marzo 2012, las utilidades del 2011 serán capitalizadas y no se realizará reparto de dividendos.

■ ESTRATEGIAS DE ADMINISTRACIÓN Y GOBIERNO CORPORATIVO

La participación mayoritaria accionarial de Continental AG se evidencia también en el estilo de gobierno corporativo. La empresa local se maneja dentro de un marco nacional, pero con una visión global de la compañía multinacional presente en varios países. La posición del Ecuador es estratégica dentro de la Región Andina, tal es así que las exportaciones han crecido de forma importante en el último período. De acuerdo a las últimas proyecciones entregadas, la Administración mantiene la perspectiva de realizar inversiones en la planta de Ecuador durante los siguientes años.

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

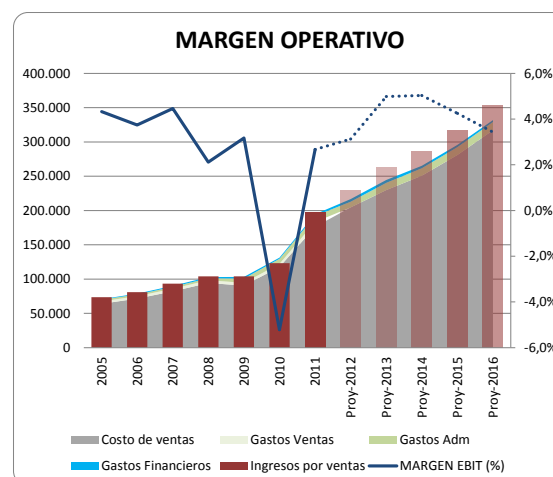
Después de los problemas laborales registrados en el 2009 y 2010, y fruto de las estrategias de negociación, actualmente la Administración maneja relaciones adecuadas con el Comité de empresa. Se encuentran en proceso de firmar el contrato colectivo, sin un pliego de peticiones.

A diciembre 2011, la Compañía cuenta con 1.075 empleados directos, de los cuales 198 trabajadores participan en el Comité de Empresa.

■ PERFIL FINANCIERO

Presentación de Cuentas: Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros auditados al 2009, 2010 y 2011 por firma Delloitte & Touche presentados bajo las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), los cuales no presentan observaciones ni salvedades. También se ha analizado información interina a Enero 2012, bajo normas NIIF.

■ Gestión Operativa



Según estaba previsto, las ventas de Continental tuvieron un importante incremento de 60.3% anual a diciembre 2011. El alto crecimiento de las ventas refleja el potencial del mercado de Continental, no solo local sino también en la Región Andina, una vez que la planta de producción ha funcionado plenamente sin períodos de paralización. Las ventas a dic-11 ascendieron a USD 197.5 MM, que incluye un monto de USD 7 MM de ingresos operativos extraordinarios que en su mayoría corresponden a venta de materia prima. Las ventas reales fueron ligeramente menores a las proyectadas que estimaban llegaría a USD 200 MM (95% de cumplimiento).

Este importante incremento en ventas no se ve reflejado en los resultados, los cuales fueron 44% menores a los esperados. El margen bruto del 2011 se contrajo por varios factores. Por una parte, en el estado de resultados del año está reconocido un pago de USD 2.6 MM que se realizó en el primer trimestre como consecuencia del



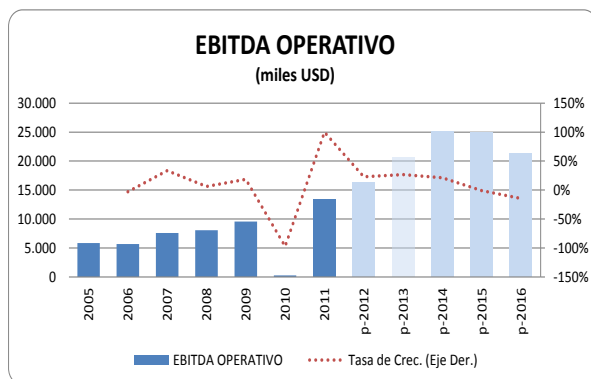
término de la huelga y los compromisos laborales asumidos por la empresa.

Además, existen varios factores contables que influyen en el margen, especialmente a partir de la aplicación de las Normas NIIF. Uno de ellos es el reconocimiento del Impuesto de Salida de Divisas en el costo de ventas, el mismo que antes se consideraba como gasto operativo.

Sin embargo, el efecto más importante en el margen bruto fue el acelerado incremento de precios de las materias primas, en especial el caucho natural. Durante el 2011 los precios del caucho crecieron en alrededor del 70%, y la empresa no pudo trasladar de inmediato el incremento del costo a los precios.

La proyección de ventas y margen bruto para el 2012 es conservadora, no considera incrementos de precios pese a que al mes de enero 2012 ya se han realizado, y además mantiene el mismo margen de dic-11 pese a que los precios de la materia prima se encuentran a la baja.

El gasto operativo crece en 35% en el año, sin embargo el aumento se diluye en el fuerte crecimiento de las ventas y representa apenas 8.1% de los ingresos a dic-11, similar al promedio histórico. De la misma forma existe un efecto contable en el incremento del gasto operativo a partir de la adopción de las normas NIIF pues éstas exigen que los gastos en bienes de capital que antes se registraban como gasto de inversión y que podían ser activados se reconozcan en el P & G en el período en el que se incurren. Según las proyecciones, en los períodos siguientes estiman que la relación del gasto operativo sobre ventas disminuiría a un promedio de 7.4%, a pesar de las inversiones previstas.



El EBITDA OPERATIVO del año 2011 alcanzó un monto de USD 13.3 MM. A pesar de que esta generación ha sido la mayor de la empresa como consecuencia de su de su estrategia de expansión y crecimiento en ventas, especialmente en la Región Andina, el EBITDA generado representa un 27% (USD 4.8MM) menos de lo esperado. La generación del 2011 se presionó por la reducción del margen bruto esperado y por el incremento del gasto operativo, comportamientos explicados anteriormente. Debe mencionarse que el aporte de los gastos no desembolsables (depreciación y amortización) al EBITDA en este caso es importante y ha ido creciendo en consistencia con las inversiones en activos fijos y las provisiones de jubilación y desahucio.

El gráfico de la curva del EBITDA OPERATIVO muestra el comportamiento variable de este rubro, aun sin considerar los picos que se dieron por efecto de los períodos de paralización de la planta. La dependencia de los costos en el precio del caucho hace que esta empresa, y la industria en general, presenten EBITDA'S volátiles ya que el mercado es altamente competitivo y no permite trasladar los costos al mercado inmediatamente.

Como efecto de la huelga, en el 2010, el EBITDA fue apenas de USD 276 M, y en el 2011 se recupera. El crecimiento del EBITDA en el 2011 refleja el efecto rebote luego de un año 2010 muy bajo en generación. Las proyecciones muestran crecimiento del EBITDA importantes para el 2012 y el 2013, sustentados en el incremento de volúmenes de ventas esperado desde la integración con Continental AG, los mismos que fueron truncados en el 2010 pero que han empezado a observarse desde el 2011.

Por otro lado, los márgenes se recuperarían gracias a una mayor participación en las ventas de la producción local y a una mayor penetración en el mercado de las llantas Continental fabricadas localmente. Las inversiones realizadas y por realizarse en las plantas para la producción de llantas PLT y de Camión Radial justificarían las ventas. Además, la diversificación de las ventas por mercados y por productos permitiría en el futuro atenuar la volatilidad del EBITDA.

El EBITDA muestra una curva más plana que el EBIT ya que el comportamiento de los gastos no desembolsables también es relativamente volátil. El EBITDA proyectado contempla el incremento del gasto por las inversiones planificadas pero este se va diluyendo en el tiempo con el incremento en ventas.

Históricamente los ingresos y egresos no operativos no han sido representativos. Otros ingresos provienen principalmente de contratos de asistencia técnica, intereses ganados, ventas de desperdicio y otras ventas brutas. A diciembre 2011 existe un valor positivo entre ingresos y egresos no operativos de USD 543 M.

El peso del gasto financiero sobre las ventas es de 1.3%. El costo financiero en relación a la deuda financiera ha disminuido y se mantiene incluso menor al promedio de la tasa de mercado del segmento corporativo, en alguna medida gracias al financiamiento de la casa matriz y a la sustitución de deuda bancaria por mercado de valores. La proyección es conservadora y estima un mayor costo financiero en promedio de 11% hasta el 2016.

▪ Estructura del Balance

ACTIVOS

Los activos totales de Continental ascendieron a USD 127,199 M al finalizar el año 2011. Los activos líquidos representan el 68% del balance, de los cuales los más importantes por participación son las Cuentas por cobrar y los inventarios.



Las cuentas por cobrar son el 34% del activo total, y tuvieron un crecimiento anual del 66% fruto del fuerte crecimiento en ventas del año. La cartera de clientes es diversificada, el mayor cliente representa el 8.5% de las ventas totales. Los créditos vencidos representan el 3.3% de la cartera total a diciembre 2011, y están cubiertos en un 80% por las provisiones.

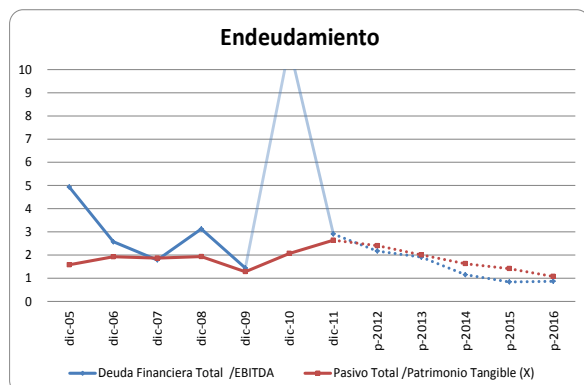
Los días de rotación promedio de la cartera comercial a diciembre 2011 fue de 80 días, ligeramente menor al promedio histórico aunque por encima de la proyección. Las políticas de cuentas por cobrar comerciales están divididas por tipo de producto y si las ventas son locales o exportaciones. En llantas 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.

Los inventarios representan el 25% del activo, y tuvieron un incremento anual de 29%. 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 diciembre 2011 la planta produce en cerca del 100% de su capacidad. De acuerdo a las proyecciones, la empresa mantendrá 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 puede ser fácilmente comercializada. La rotación de inventarios promedio histórica ha sido alrededor de 75 días, sin embargo en el 2011 la rotación fue más rápida pese al incremento del stock influenciado por el fuerte crecimiento de ventas.

El activo no corriente tiene un peso importante en el activo total, consistentemente con la naturaleza industrial de la compañía. El valor de la Propiedad, Planta y Equipo ascendió a diciembre 2011 a USD 39.7 MM y corresponde al 31% del activo. La planta de producción se encuentra en una fase de expansión, ésta ya ha sido adecuada para la producción de llantas de camión radial y ahora se está invirtiendo para incrementar la producción. Actualmente la capacidad de producción se encuentra en 6.800 llantas por día y se espera llegar a 7.220 en 2012.

ENDEUDAMIENTO



El nivel de endeudamiento de la empresa se incrementó en el año 2011, no solamente con proveedores fruto del crecimiento de las ventas sino que también el endeudamiento financiero aumento en USD 5.4 MM en lugar de reducirse en USD 4.8MM, como esperaba la proyección inicial. El incremento de la deuda financiera fue necesario para financiar las inversiones en CAPEX, que estaban planificadas. Las necesidades descritas y el menor EBITDA generado, presionaron las relaciones de apalancamiento y no se redujeron como se esperaba. La proyección analizada indica que los niveles de endeudamiento se irían reduciendo paulatinamente a partir del 2013.

El nivel de deuda financiera neta en función del EBITDA tuvo una relación de 2.91:1 a dic-11. Según este índice la empresa estaría en capacidad de pagar su deuda financiera en cerca de 3 años con la actual generación.

Las proyecciones de endeudamiento analizadas, estiman que la empresa continuará con los planes de expansión de la planta para poder cubrir la alta demanda del mercado. Según la proyección del período 2012, conservadora en relación a los resultados, la empresa con ese nivel de generación requeriría mantener los mismos niveles actuales de deuda y a partir del 2013 comenzaría a disminuir.

El pasivo total creció en 40% en el año, la deuda con proveedores creció en cerca del 100%. El financiamiento comercial es otorgado principalmente por la casa matriz que además de ser proveedor es el principal accionista de Continental Andina.

Las cuentas por pagar a proveedores han rotado en promedio en 60 días, al mes de diciembre la rotación es de 69 días. Es decir, el capital de trabajo se habría beneficiado de un plazo ligeramente mayor de financiamiento comercial.

El pasivo financiero a diciembre 2011 ascendió a USD 39 MM, que representaría un crecimiento anual de 16%. La deuda financiera está compuesta principalmente de un crédito revolvente de la casa matriz por USD 18.2 MM que tiene un costo financiero de 3.2%. Desde este seguimiento se ha considerado a este préstamo de largo plazo, dado que el emisor tiene un documento firmado por la Casa Matriz, en el que existe el compromiso de no cobrar el crédito en el corto plazo.

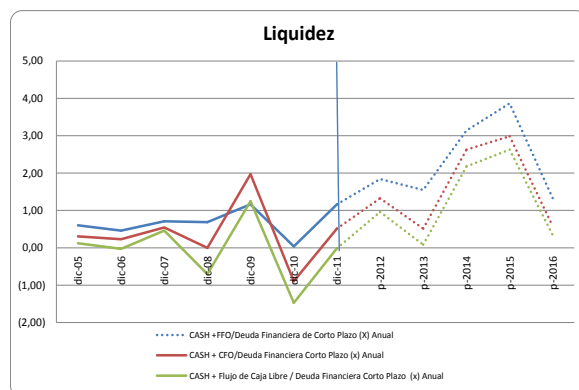
Además, la empresa tiene préstamos bancarios por USD 11.9 MM, la mayor parte es financiamiento de corto plazo. Continental tiene líneas abiertas de crédito con 3 bancos grandes locales, y una línea adicional que no ha sido utilizada. En condiciones normales de liquidez en la economía, se estima que la empresa tiene buena capacidad de refinanciamiento en el sistema bancario. La deuda financiera incluye también un crédito con un organismo multilateral de largo plazo, cuyo saldo a diciembre 2011 es USD 1.8 MM.

Las emisiones de obligaciones analizadas en el presente informe tienen un saldo de USD 8.8 MM a dic-11. El endeudamiento a través de mercado de valores no solo ha aportado a disminuir el costo financiero sino también es



un financiamiento programado de largo plazo que ayuda a la empresa a liberar liquidez.

■ Capacidad de Pago y Liquidez



Como se observa en el gráfico, los indicadores de liquidez de Continental han sido volátiles, en especial en los últimos cuatro años que la Compañía ha atravesado por períodos de inestabilidad, dos períodos influenciados por alzas importantes de los precios del caucho y dos períodos en que afrontó procesos de huelga de los trabajadores y varios meses de paralización de la planta. De acuerdo a las proyecciones, a partir del 2012 la empresa espera tener flujos volátiles según los ciclos del negocio, pero más altos a los históricos.

En el año 2011, la empresa generó un EBITDA operativo positivo de USD 13.3 MM. El flujo generado cubrió el gasto financiero y los impuestos. El flujo de fondos operativo ascendió a USD 9.7 MM y fue suficiente para cubrir una importante variación de capital de trabajo que fue negativa, dado el momento de crecimiento en el que se encuentra la empresa.

Sin embargo, la generación del período no fue suficiente para cubrir las inversiones en CAPEX. Así el flujo de caja libre fue negativo. La empresa tuvo que refinanciar la deuda de corto plazo y obtener endeudamiento adicional.

La generación operativa del negocio cubre las necesidades de capital de trabajo en un momento importante de expansión de las ventas. Sin embargo, la empresa aún requiere de inversiones en la planta para continuar creciendo, las cuales limitan la capacidad de pago y deben ser financiadas. De acuerdo a las proyecciones analizadas, la empresa tendría un flujo de caja libre positivo en los siguientes años. Antes de inversión en CAPEX tendría la capacidad de cancelar al menos un 50% la deuda de corto plazo.

El riesgo de refinanciamiento se mitiga por la percepción de riesgo del emisor en el sistema financiero y del mercado de valores. Cuenta con líneas de crédito no utilizadas en bancos locales las mismas que están respaldadas por activos. Del total del balance el 15.6% representan activos pignorados. Además, el emisor cuenta con el apoyo financiero de la casa matriz en caso de ser requerido.

■ ANALISIS DE LA GARANTIA Y RESGUARDOS

Las emisiones de Continental tienen garantía general, por tanto están respaldadas con los activos de la empresa. Los activos libres que se constituyen en garantía, de acuerdo a la regulación vigente, corresponden a los activos totales de la compañía, excluidos los activos diferidos, intangibles, pignorados, en litigio, derechos fiduciarios en garantía y fondo de liquidez.

Al mes de enero 2012 los activos totales de la empresa ascendieron a USD 124,514 M. De este valor, USD 19,471 M fueron activos pignorados; los intangibles y/o diferidos sumaron USD 916M. Así los activos libres que sirven para garantía general de las emisiones de obligaciones vigentes ascendieron a USD 107,727 M. El valor en circulación de las emisiones de obligaciones al mes de enero 2012 es de USD 9,084 M, con lo cual existiría una cobertura de 11.86 veces sobre el monto en circulación de las emisiones.

ACTIVOS	Activos Ene-2012	Activos Pignorados	Activos Libres	Activos Diferidos o Intangibles	Activos Garantía General
Activos Líquidos	5.625		5.625		5.625
Cuentas por Cobrar	38.981		38.981		38.981
Inversiones Largo Plazo	0		0		0
Inventarios	33.320	6.705	26.615		26.615
Impuestos Anticipados	3.930		3.930		3.930
Pagos Anticipados	0		0		0
Propiedades	38.644	12.766	25.878		25.878
Otras Cuentas por Cobrar	182		182		182
Derechos Fiduciarios	0		0		0
Activos Intangibles	159		159	159	0
Impuestos Diferidos	757		757	757	0
Otros Activos	2.916		2.916		2.916
					0
ACTIVO TOTAL	124.514	19.471	105.043	916	107.727
Quinta Emisión de Obligaciones	1.084				
Sexta Emisión de Obligaciones	8.000				
TOTAL OBLIGACIONES EN CIRCULACIÓN	9.084				
Garantía General / Monto Emisión en Circulación					11,86

Es importante señalar que aunque los activos cubran las emisiones vigentes de acuerdo a la regulación, no significa que la emisión de obligaciones tenga ninguna prelación frente al resto del pasivo. Por lo tanto, este análisis no es relevante para determinar el riesgo de crédito de una operación.

RESGUARDOS

De acuerdo a la escritura pública de la Quinta Emisión de Obligaciones, la Compañía estableció, además de los resguardos de Ley, el siguiente resguardo adicional:

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.



Al mes de enero 2012 este indicador se encuentra en 2.46:1, superior al índice del resguardo propuesto. Es importante señalar que después de la reclasificación contable por la aplicación de normas NIIF los activos diferidos e intangibles muestran valores superiores a los históricos únicamente por reclasificación contable.

Pese a que la empresa estaría incumpliendo el resguardo al mes de enero 2012, y en general durante el año 2011 elevó el nivel de endeudamiento, éste responde al período de crecimiento de las ventas y por ende los requerimientos de capital de trabajo frente a un mercado altamente demandante. Además, el soporte de los accionistas se ha visto en períodos de crisis y la reinversión de las utilidades.

Se estima que el nivel de endeudamiento actual no afecta la capacidad de pago de la empresa de los últimos pagos de los dividendos de capital e interés de la quinta emisión de obligaciones cuyo plazo de vencimiento final es en septiembre 2012.

En el caso de la Sexta Emisión de Obligaciones, de acuerdo a la escritura pública de la emisión, la Compañía no ha establecido resguardos adicionales a los resguardos de ley.

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

La compañía ha realizado seis emisiones de obligaciones 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 última emisión de USD 8.000 M fue colocada en su totalidad en un mes en pequeños inversores del mercado fuera de inversionistas institucionales y bancarios.

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)	dic-06	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	ene-12
RESULTADOS							
Ventas	80.956	93.446	103.875	104.068	123.193	197.522	12.923
% crecimiento	10,0%	15,4%	11,2%	0,2%	18,4%	60,3%	-21,5%
Costos	-71.610	-82.114	-94.296	-90.594	-117.712	-176.212	-11.570
% crecimiento	11,9%	14,7%	14,8%	-3,9%	29,9%	49,7%	-21,2%
MARGEN BRUTO (%)	11,5%	12,1%	9,2%	12,9%	4,4%	10,8%	10,5%
Otros Ingresos Operativos	0	0	0	0	0	0	0
% crecimiento	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	5.696	7.607	8.077	9.572	276	13.306	-101
MARGEN EBITDA (%)	7,0%	8,1%	7,8%	9,2%	0,2%	6,7%	-0,8%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	5.696	7.607	8.077	9.572	276	13.306	-101
MARGEN EBITDAR (%)	7,0%	8,1%	7,8%	9,2%	0,2%	6,7%	-0,8%
Cuota leasing del período	0	0	0	0	0	0	0
Depreciaciones , Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los g	2.665	3.439	5.876	6.273	6.694	8.027	342
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	3.031	4.168	2.201	3.299	-6.418	5.279	-443
MARGEN EBIT (%)	3,7%	4,5%	2,1%	3,2%	-5,2%	2,7%	-3,4%
Gasto Financiero del período	-1.190	-1.535	-1.730	-2.425	-1.714	-2.354	-253
Gasto Financiero/ Ventas + Otros Ingresos Operativos	0,0%	1,6%	1,7%	2,3%	1,4%	1,2%	2,0%
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing	9,0%	11,1%	9,0%	12,5%	7,0%	6,7%	7,8%
Impuestos a la renta	-317	-573	-368	-179	-921	-1.200	0
Impuesto a la Renta Efectivo / Resultado de la Gestión Antes de Impuestos	14,2%	14,0%	20,1%	9,1%	-12,0%	34,6%	0,0%
Ingresos No Operativos/Resultados Antes de Impuestos y Participaciones	0,0%	30,9%	60,1%	85,0%	-5,5%	15,7%	-27,8%
UTILIDAD NETA	1.918	3.516	1.461	1.793	-6.944	2.782	-488
Resultado neto de la Gestión/Ventas+ Otros Ingresos Operativos	0,0%	3,8%	1,4%	1,7%	-5,6%	1,4%	-3,8%
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	8,8%	14,4%	4,5%	4,5%	-18,6%	7,7%	-15,9%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	3,6%	5,8%	1,7%	1,9%	-7,5%	2,2%	-4,7%
FLUJO DE CAJA A PARTIR DEL RESULTADO NETO (FLUJO UR)							
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización; Provisiones)	4.583	6.955	7.337	7.380	-2.111	10.295	-202
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	-2.627	-1.388	-7.992	6.339	-10.242	-7.950	1.005
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	-1.342	3.412	-9.341	7.621	-18.615	-4.656	804
Inversión en Activos Fijos	-3.298	-2.155	-8.111	-6.098	-6.262	-6.952	0
Otras Inversiones, Neto	0	0	-575	0	0	-48	0
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones(incluye ingresos y egresos no oper	-1.342	3.412	-9.341	7.621	-18.615	-4.656	804
Variación Neta de Deuda Financiera	4.830	-3.600	11.516	-8.506	18.508	5.446	-621
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	-1	0	0	0	0	0	0
Pago de Dividendos	0	0	-790	0	-381	0	0
Otros Financiamientos, Neto	-3.018	-412	182	1.088	1.101	926	940
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período	469	-600	1.567	204	613	1.716	1.123
Medidas del Flujo de Caja (cash flow measures) ajustadas según FITCH							
EBITDA OPERATIVO	5.696	7.607	8.077	9.572	276	13.306	-101
(-) Gasto Financiero del período	-1.190	-1.535	-1.730	-2.425	-1.714	-2.354	-253
(-) Impuesto a la renta del período	-317	-573	-368	-179	-921	-1.200	0
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período(ingreso manual diferenciando de total	0	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	4.189	5.499	5.979	6.968	-2.359	9.752	-353
(-) Variación Capital de Trabajo	-2.627	-1.388	-7.992	6.339	-10.242	-7.950	1.005
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	1.562	4.111	-2.013	13.307	-12.601	1.801	652
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	407	1.456	1.358	1.677	427	543	151
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	-13	0	0	-579	0	0	0
(-) dividendos, totales pagados a los accionistas en el período	0	0	-790	0	-381	0	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-3.298	-2.155	-8.111	-6.098	-6.262	-6.952	0
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-1.342	3.412	-10.131	7.621	-18.996	-4.656	804
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	4.830	-3.600	11.516	-8.506	18.508	5.446	-621
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	-3.018	-412	182	1.088	1.101	926	940
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	-1	0	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	469	-600	1.567	204	613	1.716	1.123
FFO MARGEN (FFO/ventas)(%)	5,17%	5,88%	5,76%	6,70%	-1,91%	4,94%	-2,73%
(-) cuota leasing del período (ingreso manual - incluido en gastos administrativos)	0	0	0	0	0	0	0
EBITDAR OPERATIVO (EBITDA+ CUOTA LEASING DEL PERÍODO)	5.696	7.607	8.077	9.572	276	13.306	-101
BALANCE							
Caja e Inversiones Corrientes	1.010	410	1.978	2.173	2.786	4.502	5.625
Activos Totales	56.727	64.121	99.944	86.254	98.062	127.200	124.514
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye leasing)	11.300	8.316	11.572	7.852	11.006	12.266	11.145
Pasivo financiero Largo Plazo	4.379	3.763	12.117	7.276	22.591	26.777	27.276
Financiamiento Leasing	0	0	0	0	0	0	0
Contingentes que deban ser considerados como deuda financiera	0	0	0	0	0	0	0
Otros Ajustes	1.740	1.956	3.535	829	2.267	4.146	4.306
Obligaciones Financieras Total (ajustada a leasing)	15.679	14.035	27.224	15.957	35.864	43.188	42.727
Pasivos con Proveedores	8.435	13.987	20.329	11.945	17.345	33.702	31.718
Otros Pasivos	9.943	9.913	13.274	17.443	11.115	13.188	13.437
Pasivos Totales	34.057	37.935	60.827	45.345	64.324	90.079	87.881
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	22.670	26.186	39.117	40.909	33.738	37.120	36.632
Patrimonio Tangible	17.673	20.299	31.478	35.291	31.043	34.111	34.253
Activos restados al Patrimonio para generar patrimonio tangible	4.997	5.887	11.174	6.447	4.962	7.154	6.684
Capitalización ****	38.349	40.221	66.341	56.866	69.602	80.308	79.359
Pasivos contingente	0	0	0	0	3.417	0	0
Pasivos fuera de Balance	0	0	0	0	0	0	0
GARANTÍA GENERAL							
Activos Pignorados	0	0	9.261	7.934	25.083	19.471	19.471
Activos diferidos	0	0	0	0	0	0	0
Inventarios perecibles	0	0	0	0	0	0	0
Otros activos que deban ser restados	0	0	0	0	0	0	0
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones	56.727	64.121	90.683	78.320	72.979	107.729	105.043
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones Ajustado	0	64.121	90.683	78.320	72.979	107.729	105.043
Emisión de Obligaciones en Circulación	1.967	5.358	11.402	7.485	4.627	8.812	9.616
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x) regulación	0	0	0	10	16	12	11
Límite Legal para Emitir Obligaciones	45.382	51.297	72.546	62.656	58.383	86.183	84.035



EMPRESA: CONTINENTAL TIRE ANDINA

(Miles de USD)

	dic-06	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	ene-12
INDICADORES FINANCIEROS							
COBERTURA DEL GASTO FINANCIERO Y LEASING							
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	4,79	4,96	4,67	3,95	0,16	5,65	-0,40
(EBITDA - Inver.en Act. Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	2,02	3,55	-0,02	1,43	-3,49	2,70	-0,40
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	4,79	4,96	4,67	3,95	0,16	5,65	-0,40
FFO/intereses del período (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera	4,52	4,58	4,46	3,87	-0,38	5,14	-0,40
CFO/intereses del período (CFO INTEREST COVER)	2,31	3,68	-0,16	6,49	-6,35	1,77	3,58
FFO/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	4,52	4,58	4,46	3,87	-0,38	5,14	-0,40
CFO/cargos fijos	1,31	2,68	-1,16	5,49	-7,35	0,77	2,58
APALANCAMIENTO							
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual	2,75	1,85	3,37	1,67	129,94	3,25	-35,41
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x)	2,58	1,79	3,13	1,44	119,85	2,91	-30,75
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ FFO (x)	3,74	2,55	4,55	2,29	-15,20	4,43	-10,08
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	41%	35%	41%	28%	52%	54%	54%
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	6%	8%	8%	16%	14%	25%	25%
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Pasivo Total (x)	0,46	0,37	0,45	0,35	0,56	0,48	0,49
Pasivo Total NO AJUSTADO/ Patrimonio Tangible (x)	1,93	1,87	1,93	1,28	2,07	2,64	2,57
Pasivo Total AJUSTADO/Patrimonio Tangible (X)	1,93	1,87	1,93	1,28	2,07	2,64	2,57
Deuda Financiera AJUSTADA/Patrimonio Tangible (X)	0,89	0,69	0,86	0,45	1,16	1,27	1,25
porcentaje dividendo pagado en el período/ut del año anterior	0%	0%	54%	-87%	21%	9%	0%
LIQUIDEZ							
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (Ajustada)	0,72	0,59	0,43	0,49	0,31	0,28	0,26
FFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0,37	0,66	0,52	0,89	-0,21	0,80	-0,38
FFO/Porción Corriente LP (x) Anual	(2,00)	(1,00)	2,00	6,00	9,00	12,00	13,00
CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0,46	0,71	0,69	1,16	0,04	1,16	0,12
CASH + CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0,23	0,54	(0,00)	1,97	(0,89)	0,51	1,21
CFO/Porción Corriente LP (x) Anual	-2,00	-1,00	2,00	6,00	9,00	12,00	13,00
CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(0,03)	0,46	(0,70)	1,25	(1,47)	(0,01)	1,37
CASH+ Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	-2,00	-1,00	2,00	6,00	9,00	12,00	13,00
OTROS INDICES							
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	15.073	18.973	23.927	21.289	25.952	33.589	34.099
Liquidez Acida (x)	104%	105%	100%	106%	103%	103%	102%
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales)/ Pasivo Corriente (x)	80%	80%	72%	82%	87%	91%	90%
Activo corriente / Pasivo Total (x)	124%	132%	101%	103%	92%	95%	95%
Patrimonio / Activo Total (x)	40%	41%	39%	47%	34%	29%	29%
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	4	4	4	5	5	4	4
Días de cuentas por cobrar	99	101	95	69	79	80	93
Rotación de inventarios (x)	5	5	4	5	5	5	4
Días de inventarios	71	77	92	79	77	66	86
Rotación de cuentas por pagar (x)	8	6	5	8	7	5	4
Días de cuentas por pagar	42	61	78	47	53	69	82
Rotación Capital de Trabajo	5	4	4	4	5	5	4
Días de Capital de Trabajo	76	83	91	85	79	69	88
Días de Ciclo de Operación	(52)	(33)	(18)	(17)	(24)	(9)	(9)
Activo corriente / Pasivo corriente	155%	161%	164%	184%	179%	164%	169%

(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.