

Ecuador
Papel Comercial
Calificación Inicial

Continental Tire Andina S.A.

Calificación

Tipo Instrumento	Calificación Actual
Papel Comercial 2018	AAA

Calificación Actual: Calificación otorgada en el último comité de calificación.
No aplica calificación anterior.

Definición de la Calificación:

AAA: "Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen excelente capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía en general."

Resumen Financiero

(USD Millones)	2018 (diciembre)	2019 (febrero)
Activos	163.4	162.4
Ventas	159.7	21.5
Margen EBITDA (%)	12.38%	-6.12%
ROE (%) *	4.46%	-3.19%
Deuda / capitalización (%)	27.86%	27.35%
CFO / Deuda Fin CP (X)*	0.37	-0.28
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X)	-0.10	-0.28
Deuda Financiera Total Ajustada /EBITDA (x)*	1.77	-4.30
Deuda Financiera Total Ajustada/FFO (x)*	2.53	-3.26

Fuente: Continental Tire Andina
Elaboración: BWR

Contactos:

Carlos Ordóñez, CFA
(5932) 226 9767 ext. 105
cordonez@bwratings.com

Verónica Molina, MBA IP
(5932) 226 9767 ext. 110
jmolina@bwratings.com

Fundamento de la Calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings S.A., decidió otorgar la calificación de **AAA (Triple A)** al **programa de papel comercial** descrita en este estudio, que refleja nuestra opinión sobre la capacidad de pago del mismo. La calificación se sustenta tanto en las fortalezas del negocio local como en la alta capacidad y voluntad de soporte que en nuestro criterio mantiene su accionista mayoritario, Continental AG (Alemania).

La calificación utiliza una 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. Cabe indicar que el signo que acompaña la calificación indica una ubicación relativa dentro de la categoría y no una tendencia.

Importancia para el grupo internacional y soporte. Continental AG (Alemania), cabeza del grupo, cuenta con una calificación en escala internacional otorgada por Fitch Ratings de BBB+ con perspectiva estable. El accionista ha soportado la operación local en el pasado y proporciona soporte operativo con políticas corporativas bien definidas y asistencia técnica. La planta ecuatoriana es la única de fabricación de neumáticos del Grupo en la Región Andina.

Generación operativa y niveles de retorno atractivos. Continental TA mantiene una estructura operativa rentable. Si bien el desempeño del EBITDA depende del comportamiento de las ventas, y pese a que el margen bruto se ha presionado en los últimos años, la empresa genera resultados positivos.

Participación en otros mercados. Continental TA mantiene empresas en Colombia y Chile, mercados más grandes, donde su participación está en crecimiento. Además tiene planes para colocar sus productos en otros mercados nuevos, con lo cual está diversificando su riesgo geográfico y mejorando su cobertura.

Alta flexibilidad financiera. Continental TA mantiene bajos niveles de endeudamiento en relación a su generación operativa, y con tendencia a seguir reduciéndose. La cobertura del gasto financiero con su flujo operativo es holgada.

Posición competitiva fuerte y mercado sensible al precio. Continental TA es el único fabricante de llantas en la región andina, la empresa al formar parte de un conglomerado internacional integrado horizontalmente, dispone de una red de apoyo y acceso a tecnología para producir bajo estándares de calidad internacionales. Sin embargo, la entrada de neumáticos chinos, de menor precio, a la región constituye un desafío para el productor local.

Liquidez ajustada con perspectiva al alza. Los requerimientos de capital de trabajo provenientes de inventario y cuentas por cobrar presionan de liquidez en la compañía. Si bien sus requerimientos de liquidez se corresponden con el ciclo del negocio, el riesgo de refinanciamiento estaría mitigado por la posición de la empresa en el mercado y su posición financiera, que le hacen un buen sujeto de crédito.

La perspectiva de la calificación es estable, sin embargo esta podría verse afectada si es que, debido a factores externos o decisiones de la empresa, el endeudamiento se incrementara fuera los rangos aceptables en relación a su generación.



CARACTERÍSTICAS DEL PAPEL COMERCIAL

Programa de Papel Comercial 2018	
Emisor:	Continental Tire Andina S.A.
No. de Resolución	SCVS-INMV-DNAR-2018-00005090
Fecha de Aprobación SCVS	12-jun-18
Monto Programa	20,000,000.00
Monto en circulación	7,500,000.00
Plazo del Programa	720 días
Plazo de la Emisión	359 días
Fecha Vencimiento Programa	01-jun-20
Pago de Capital	Al vencimiento del plazo de la emisión
Cupón de Interés	Cero cupón
Garantía	General
Tipo de emisión	Desmaterializada
Destino de la emisión	Pago de proveedores.
Calificadora de Riesgos	BankWatch Ratings
Agente Estructurador y Colocador	Metrovalores Casa de Valores S.A.
Agente Pagador:	DECEVALE S.A.
Rep. Obligacionistas:	Larrea, Andrade & Cía Abogados Asociados S.A.

ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA

La economía ecuatoriana en 2018 creció a un ritmo menor que el año precedente; dado que la inflación es negativa, la variación en el poder adquisitivo de la población se explica por el nivel de empleo. De acuerdo a estadísticas del INEN el nivel de empleo y empleo no adecuado muestran una evolución negativa a mar-2019, pues el empleo cayó a 37.9% (fue 41.1% en mar-2018).

Adicionalmente, en 2018, la economía ecuatoriana registro un déficit en cuenta corriente de USD1.358M, evidenciando un importante desequilibrio difícil de corregir bajo dolarización y que requiere de reformas para devolver competitividad al sector productivo. Uno de los factores que explican este déficit es el aumento en el servicio de la deuda por bonos soberanos (alrededor de USD 500MM).

De acuerdo al BCE, el crecimiento del PIB en 2018 fue de 1.4%, mostrando una desaceleración frente a 2017 (2.4%); el consumo de los hogares, que crece 2.7% (fue 3.7% en 2017) y representa el 49.3% del PIB por el enfoque del gasto, evidencia una menor propensión a adquirir bienes y servicios.

Tras el acuerdo con el FMI, organismo que sostiene que la riqueza petrolera y la dolarización son espadas de doble filo, se esperan mayores ajustes

Bajo este escenario, para 2019 la economía podría continuar desacelerándose, pues el ajuste fiscal va

a continuar y es poco probable que sea compensado con inversión privada. Adicionalmente, la pérdida de competitividad no se va a revertir rápidamente.

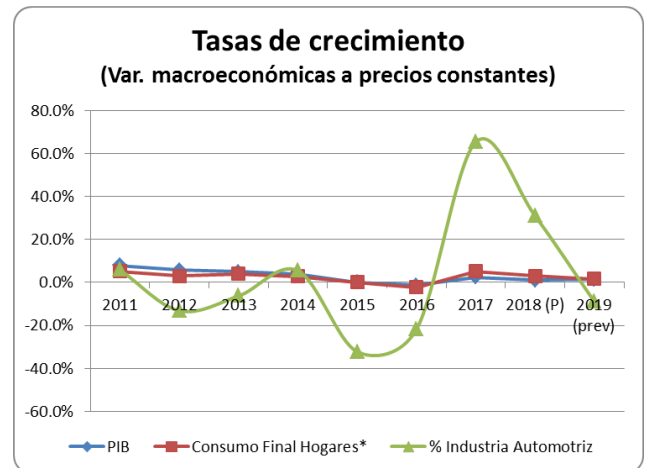
A abril 2019, la previsión de crecimiento del FMI para el país es: -0.5% para 2019 y 0.2% para 2020. La Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) estima un crecimiento de 0.9% para 2019.

Entre el año 2012 y 2016 el sector automotriz estuvo fuertemente regulado debido al interés del Gobierno de reducir las importaciones. Actualmente, se mantienen normas técnicas y un régimen impositivo importante.

A partir de 2017, el mercado automotor creció, este dinamismo se explica por el Acuerdo Comercial con la Unión Europea, la eliminación del sistema de cupos establecido en la Resolución 50 de Comex y el hecho de que el Impuesto al Valor Agregado (IVA) volvió al 12% a partir de junio-2017. Según datos oficiales de la AEADE en unidades, el crecimiento del mercado automotor para 2017 fue del 65.3% y de 31% para 2018.

Adicionalmente, las ensambladoras locales tienen incentivos para alcanzar el 35% de componentes locales y ofrecer productos a precios más competitivos, lo que ha dado lugar al incremento en las ventas de automotores de marcas chinas.

Gráfico 1

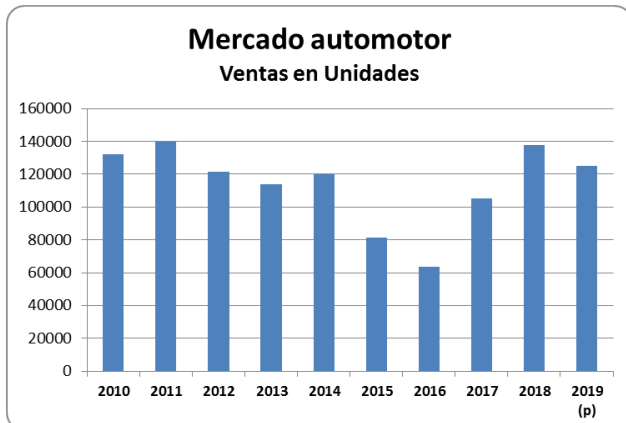


*PIB y Consumo de los hogares a precios constantes
Fuente: BCE y AEADE
Elaboración: BWR

Fuentes del sector consideran que la demanda represada fue atendida en 2017 y 2018; adicionalmente se espera una desaceleración en el crecimiento de la colocación de crédito por parte del sistema financiero. Con estas condiciones, para 2019 la AEADE espera que las ventas del sector automotor se contraigan en 9%.



Gráfico 2



Fuente: AEADE
Elaboración: BWR

El mercado de llantas en Ecuador comprende la venta para autos nuevos ensamblados localmente y el mercado de reposición; este último representa alrededor de 252,000 unidades por año, a vehículos livianos (automóviles, camionetas y SUV), vehículos pesados y de transporte. En los últimos años, la entrada de llantas chinas y de bajo costo ha presionado la venta de producción local y al nicho de reencauche.

La evolución del sector dependerá de las decisiones del Ejecutivo respecto a las importaciones y la evolución de la balanza de pagos, ya que de ser necesario, el gobierno podría aplicar más regulaciones que desincentiven las ventas de vehículos importados en el país, lo que, dependiendo del tipo de medidas, podría favorecer a las ensambladoras locales, importantes clientes de Continental. No obstante, cabe indicar que el sector de vehículos livianos se ha visto históricamente más afectado por dichas medidas que el de buses y camiones, que está asociado principalmente a actividades productivas.

PERFIL DE LA COMPAÑÍA

Continental Tire Andina (Continental TA) es una empresa fundada en 1955, inicialmente bajo la denominación de “Compañía Ecuatoriana del Caucho S.A.”; cambió de nombre al actual el 1 de junio de 2010. Es el único productor de neumáticos en Ecuador, y además cuenta con una amplia gama de productos importados de la marca, que complementan su presencia en el mercado local, donde es líder.

Continental AG de Alemania es el accionista mayoritario de Continental TA desde junio 2009, de esta forma, la empresa consolidó su posición en el Ecuador y ha abierto las posibilidades de exportar a otros mercados en Latinoamérica. Continental TA

tiene sucursales en Colombia (2013) y Chile (2015), que son 100% propiedad de Continental TA.

Además, la relación con Continental AG de Alemania le proporciona al emisor el acceso a soporte operativo con políticas corporativas bien definidas, asistencia técnica e incluso asistencia financiera en caso de requerirlo, como ocurrió en el año 2010.

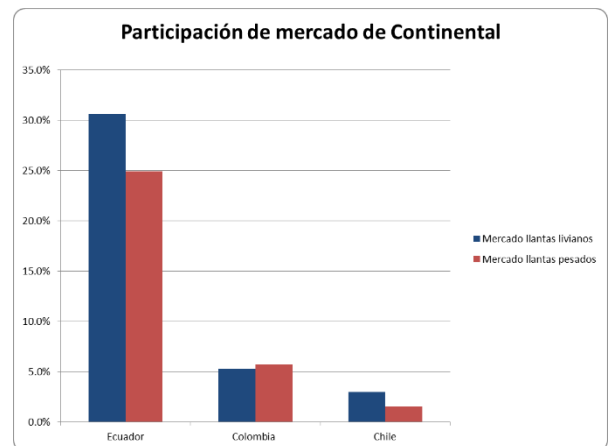
La empresa mantiene canales de distribución y servicio post venta, donde ofrece tanto productos de fabricación local como importados, en las principales ciudades del país; utiliza un sistema distribución y servicio de acuerdo a sus diferentes productos y marcas, con la red de talleres Erco Tires y Conti Truck Center.

Las ventas de Continental están dirigidas a tres mercados:

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

En los tres tipos de mercado, la empresa ha alcanzado un importante posicionamiento. Cabe destacar que las ventas en Ecuador representan el 60% de las ventas totales de la empresa.

Gráfico 3



Fuente: Continental Tire Andina
Elaboración: BWR

Como resultado de la introducción de llantas de bajo precio en la región¹, tanto en Ecuador, como en Colombia, la participación en el segmento de vehículos livianos se ha contraído (en 2014 fue de 39.8% en Ecuador y 8% en Colombia, frente a 30.6% y 5.3% respectivamente, a febrero-2019). En el segmento de vehículos

¹ En Chile empezaron a operar desde 2015, y han ido consolidando su operación gradualmente.



pesados, por el contrario ha incrementado su participación de mercado.

Continental TA cuenta con una planta de producción que mantiene una capacidad instalada superior a su ocupación actual, lo que representa una oportunidad de cara a proyectos futuros. En la empresa laboran 970 empleados (a feb-2019), de ellos alrededor de 336 conforman el Comité de Empresa, con el cual la Administración mantiene buenas relaciones actualmente. El último contrato colectivo se firmó en mayo de 2018.

ESTRUCTURA DEL GRUPO

Continental TA es el único accionista de Continental Colombia y de Continental Chile, que son oficinas comerciales, que manejan directamente las importaciones desde Ecuador y otros países para abastecer a sus mercados locales.

La empresa en Colombia a feb-2019 mantiene activos equivalentes al 10.9% de los activos de Continental Andina; sus resultados fueron positivos en 2017 y 2018, aunque decrecientes.

Por otro lado, la operación en Chile representa el 4% de los activos de Continental TA, es una operación pequeña que se va consolidando y obtiene resultados positivos.

En ambos casos el diferencial cambiario incide en las ganancias y el crecimiento, debido al fortalecimiento del dólar. Tanto Continental Colombia, como Continental Chile tienen capacidad de apalancarse con deuda financiera local para el crecimiento del negocio.

Las cifras con las dos compañías no se consolidan.

CONTINENTAL TIRE ECUADOR		
Deuda Fin.	2018	febrero-19
USD MM	34,969	33,949
Deuda Fin./ EBITDA	1.77	-4.30

CONTINENTAL COLOMBIA			CONTINENTAL CHILE		
Deuda Fin.	USD		Deuda Fin.	USD	
2018	3,503 MM		2018	724 MM	
febrero-19	2,688 MM		febrero-19	770 MM	
Ut Oper.	70 M		Ut Oper.	-98 M	

Fuente: Continental Tire Andina Elaboración: BWR
*Datos a dic-2018 y feb-2019.

La empresa Andujar está relacionada a Continental TA porque comparten al accionista principal; en esta compañía Continental AG mantiene un 49.98% de participación. Andujar además es el accionista de varias empresas, entre las que están los distribuidores asociados, que realizan la comercialización de los productos de Continental TA en distintas ciudades del

Ecuador. Andujar también es el accionista principal de una plantación de caucho, de una empresa de reencauche y de una comercializadora de llantas importadas.

Continental Tire Andina tiene una relación administrativa con Globallantas, empresa que brinda el servicio de comercialización.

ACCIONISTAS Y SOPORTE

La empresa mantiene una estructura accionarial abierta, cotiza en las bolsas de valores locales, con un valor nominal por acción de USD 1. A abril de 2019 su estructura accionarial es:

CONTINENTAL TIRE ANDINA		
Accionista	Nacionalidad	% Participación
General Tire International Company	Estados Unidos	31.66%
Continental Tire The Americas LLC	Estados Unidos	19.38%
Royal Blu Bristol S.A.	Reino Unido	15.01%
Otros menos 10%		33.95%
CAPITAL SOCIAL		66.05%

Continental AG es el mayor accionista de General Tire International Company, y de Continental Tire de las Américas LLC, a través de las cuales logra el control de la empresa. 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 Andina, además maneja un canal de distribución regional bien establecido.

Continental TA 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.

Continental AG está calificado a nivel internacional por Fitch Ratings, con una calificación de F2 en el corto plazo y BBB+ en el largo plazo con perspectiva estable. Esta calificación está por sobre el riesgo soberano de Ecuador. La calificación internacional no es comparable con la calificación local.

El soporte de los accionistas de Continental Tire Andina se ha efectivizado en el pasado, cuando la compañía lo ha requerido.

Al corte de este informe Continental TA tiene un patrimonio de USD 90MM; de este, el capital social representa el 83%. Cada año el capital social de la empresa se fortalece con el aporte de parte de los resultados del período precedente.

En relación a los dividendos, la política actual es



repartir hasta el 50% de las utilidades. Históricamente no se han realizado repartos superiores a dicho porcentaje.

ADMINISTRACIÓN Y GOBIERNO CORPORATIVO

Continental TA, hace parte de un grupo empresarial internacional; se maneja con estrictas políticas en áreas estratégicas como ventas, márgenes, niveles de endeudamiento y políticas comerciales. No existen operaciones inter compañías fuera de las comerciales, y cualquier transferencia de flujos está regulada por políticas establecidas.

Consideramos que los órganos administrativos de Continental TA, la calificación de su personal y los sistemas de administración y planificación de la empresa son adecuados y al momento no representan riesgos significativos con relación a la capacidad de pago del emisor.

La estrategia general en los últimos años estuvo dirigida a la consolidación de la producción de neumáticos radiales para vehículos pesados, y a la ampliación de la variedad de llantas que produce, lo cual ha contribuido a un cambio en el mix de ventas y un incremento en el margen bruto de la Compañía, que se hizo más evidente desde el año 2014 hasta el 2015.

Para los siguientes períodos, el objetivo es mantener la participación de mercado en el Ecuador, pese a la presión que ejerce la competencia especialmente de marcas chinas, e impulsar la expansión hacia los mercados de exportación. Dado el entorno operativo y las tendencias del sector automotriz, se espera un crecimiento bajo en volumen en los siguientes períodos, salvo que el emisor consiga impulsar sus exportaciones, bajo acuerdos que se encuentran en etapa de negociación a la fecha de realización de este informe.

Como grupo, la estrategia es impulsar el crecimiento del volumen de ventas en Colombia y Chile, con las nuevas sucursales, e ir ganando participación en estos países. Estos mercados son más amplios y presentan importantes oportunidades para la marca Continental. También se impulsará el mercado en Venezuela siempre que existan condiciones adecuadas de recuperación de la cartera.

Las ventas de los productos importados desde otras empresas Continental hacia las oficinas de Colombia y Chile se registrarán directamente en las empresas filiales. En Continental Ecuador se facturará solamente lo que corresponda a las exportaciones.

En cuanto a inversiones en CAPEX, en un escenario

de menor crecimiento e incertidumbre en el corto plazo, la empresa ha revisado la proyección de inversión, las cuales se harán solamente para mantenimiento. En concordancia, los requerimientos de endeudamiento que iban a financiar una mayor inversión estimada anteriormente, disminuyen en la proyección.

Históricamente, las políticas de endeudamiento han sido conservadoras, y actualmente la deuda de la empresa tiene baja representatividad frente al EBITDA y a su nivel de capitalización.

Los estados financieros analizados reflejan transparencia. Se establecen según normas contables aceptadas y están auditados por una firma reconocida en el mercado. Además, la información financiera se maneja bajo esquemas establecidos por Continental AG.

PERFIL FINANCIERO

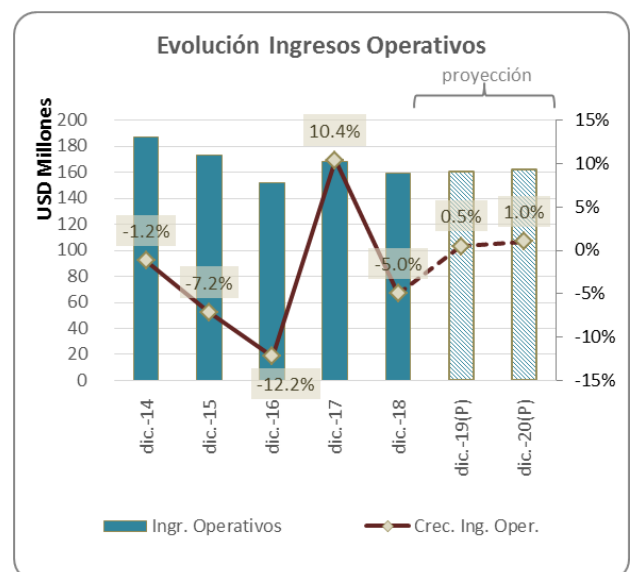
Presentación de Cuentas:

Para el presente análisis se utilizaron los estados financieros de Continental TA, auditados por la firma Deloitte & Touche en 2018, y por KPMG para los años 2016 y 2017. Dichos informes no contienen observaciones respecto a la razonabilidad de su presentación bajo normas NIIF. Adicionalmente se han analizado los estados financieros directos del emisor a febrero-2019.

Hemos recibido de parte del emisor las proyecciones de los estados financieros para el período 2019-2020. La calificadora ha sensibilizado dichas proyecciones con el fin de incorporar su propia visión y expectativas.

Gestión Operativa y Tendencias

Gráfico 4



Fuente: Continental Tire Andina



Elaboración: BWR

Continental TA generó ventas cercanas a los USD 160MM en 2018; esto representa una contracción del 5% frente a 2017. Las ventas se han visto afectadas históricamente por el entorno económico y las regulaciones del sector automotriz. Si bien en 2018 el mercado automotor creció por segundo año consecutivo, el mayor dinamismo se dio fundamentalmente en el segmento de vehículos importados, lo cual no beneficia al emisor. Adicionalmente, las marcas chinas han generado mayor presión competitiva.

Para 2019, el nivel de ventas a febrero representa el 13.5% del monto del año precedente. Al cierre de 2019 Continental TA prevé un aumento del 0.49% anual en los ingresos operativos y un incremento de 1.45% en el costo de ventas.

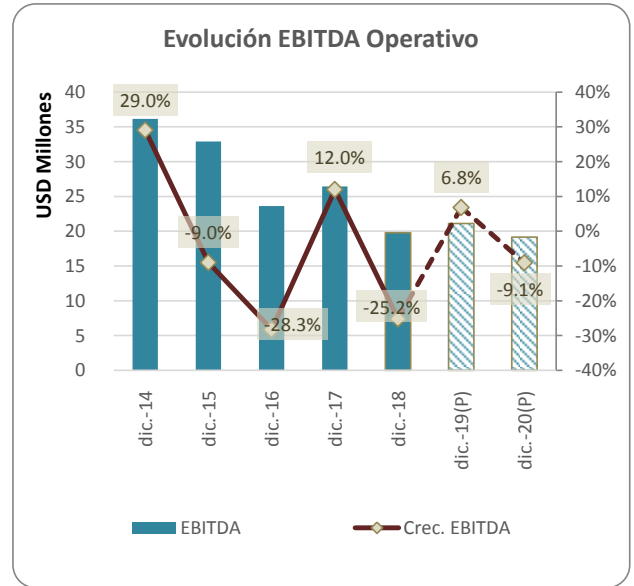
Cabe mencionar en el costo de ventas depende en gran medida del comportamiento del precio del caucho, y que este *commodity* mantiene una tendencia al alza desde fines de 2018. También es relevante la mezcla de ventas, en función de la participación de mayores exportaciones, que aportan al volumen de ventas, pero a un precio menor.

Si bien, el precio del caucho mantiene un comportamiento creciente desde el cuarto trimestre de 2018; la empresa forma parte de un grupo internacional y compra su principal materia prima, mensualmente, a Continental Tire Holding (Singapur), que es una empresa del grupo que provee de caucho natural a todas las plantas de Continental.

En relación al margen bruto, este se presiona a partir de 2016 frente a sus históricos. A dic-2018 cierra en 18.78% y se espera que en 2019 y 2020 ronde 18%.

Por otra parte, los gastos operativos tuvieron un crecimiento más acelerado en 2018, debido al reconocimiento en resultados de este año de comisiones por pagar a sus distribuidores por su colaboración en la logística para la entrega de producto al sector público, y que están sujetas a la recuperación de dicha cartera; por ello el peso del gasto operativo sobre ventas es superior a sus históricos y sube a 13.8% en dic-2018 (fue 11.9% en dic-2017); esperamos que para fines de 2019 esta relación mejore nuevamente a 12.5% y consideramos un peso de 13.0% en 2020.

Gráfico 5



Fuente: Continental Tire Andina
Elaboración: BWR

Continental TA es una empresa con capacidad importante de generación de flujos operativos. La variabilidad del EBITDA refleja el comportamiento de las ventas, del margen bruto y del gasto operativo, que ya fue explicado en párrafos anteriores.

En 2018 y feb-2019, la presión en el margen bruto y la desaceleración del volumen de ventas tiene un efecto en el EBITDA operativo. El margen EBITDA del 2016 fue 15.51%, de 15.73% en 2017 y de 12.38% en 2018. Las proyecciones analizadas y sensibilizadas consideran que la empresa podría llegar en 2019 y 2020 a un EBITDA de USD 21MM y USD 19MM, respectivamente; con un margen de 13.16% (en 2019) y 11.84% (en 2020), considerando un leve incremento en ventas.

Continental TA genera retornos atractivos; sin embargo, su resultado neto a dic-2018 se contrajo 56.3% frente a 2017 y es el segundo más pequeño registrado en el último lustro (tras el resultado de 2016). En consecuencia, la rentabilidad sobre activos (ROA) cayó a 2.47% y sobre patrimonio (ROE) a 4.46%. En cifras proyectadas se estima que estos indicadores se mantendrían para 2019 y se recuperarían en 2020.

Estructura del Balance, Calidad de los Activos y Capacidad para ser Liquidados

A feb-2019, los activos de la empresa (USD 162,412M) son en su mayoría de naturaleza operativa y tendrían una recuperación esperada de un año o menos, bajo las consideraciones anotadas en los párrafos siguientes.



ACTIVOS

	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	feb-19
Total Activo Corriente	61%	57%	54%	57%	57%	56.6%
Fondos Disponibles	3%	3%	3%	3%	3%	3%
Inversiones corto plazo	1%	1%	3%	2%	1%	0%
CxC Comerciales	27%	25%	22%	23%	25%	26%
Inventarios Neto	26%	23%	20%	23%	23%	22%
Otras cuentas por cobrar	0%	1%	0%	0%	0%	0%
Gastos anticipados	4%	4%	5%	5%	4%	4%
Otros activos corrientes	0%	0%	0%	0%	1%	1%
Total Activo No Corriente	39%	43%	46%	43%	43%	43%
Propiedad, planta y equipo	38%	41%	43%	38%	38%	38%
Inversiones Emp. Relac.	1%	1%	3%	3%	3%	3%
Activos Intangibles y Diferidos	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Otros activos financieros	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Otros activos	0%	0%	0%	1%	1%	1%
Total Activo	100%	100%	100%	100%	100%	100%

PASIVO Y PATRIMONIO

	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	feb-19
Total Pasivo Corriente	31%	32%	30%	28%	29%	28%
Deuda Financiera CP	10%	17%	17%	13%	15%	15%
Deuda Comercial	12%	9%	7%	9%	7%	6%
Otros Pasivos CP	8%	6%	5%	6%	6%	7%
Total Pasivo LP	17%	15%	18%	17%	16%	16%
Deuda Financiera LP	3%	3%	3%	8%	6%	5%
Otros pasivos LP	13%	12%	15%	9%	10%	11%
PATRIMONIO	53%	53%	52%	55%	55%	56%
Total Pasivo y Patrimonio	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Continental Tire Andina

Elaboración: BWR

El 26% corresponde a cuentas por cobrar comerciales, con una recuperación máxima de 120 días.

Los inventarios representan el 22% del activo, y están compuestos en 47% por productos terminados; 6.4% por productos en proceso; 16.1% por materia prima; 22.2% por repuestos y suministros; y 8.5% por inventario en tránsito. Por lo cual se consideran liquidables en el corto plazo.

Por último, en el caso de la propiedad, planta y equipo (38% del activo), la misma está compuesta en su mayoría por maquinaria y moldes, cuya capacidad de ser liquidados es menos predecible, aunque en caso de requerirse podrían existir plantas de Continental AG en otras regiones interesadas en las mismas.

FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y TENDENCIAS

Históricamente, Continental TA ha generado flujos operativos positivos, a pesar de la reducción tendencial del EBITDA. Tanto el flujo de fondos operativo (FFO) como el flujo de caja operativo (CFO) se han mantenido positivos en todos los períodos analizados, y este último generalmente ha sido suficiente para cubrir la totalidad de sus inversiones en CAPEX.

A dic-2018, el CFO es positivo y la generación de la empresa supera los requerimientos de inversiones de capital y una parte del pago de

dividendos.

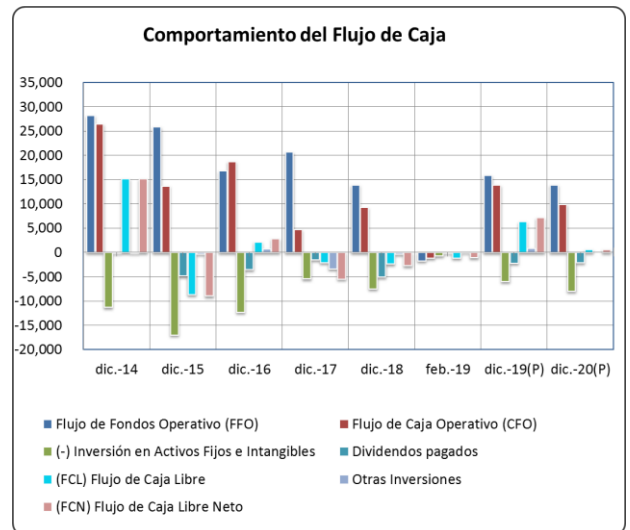
El flujo de caja libre (FCL) ha tendido en los últimos años a ser negativo pero no en montos muy materiales, por lo cual no ha sido necesario aumentar significativamente el endeudamiento. En 2018, la brecha en su mayoría fue cubierta con la utilización de excedentes de efectivo y equivalentes.

Las cifras a feb-2019 muestran un flujo operativo negativo, debido a la estacionalidad del negocio en los dos primeros meses de cada año, por lo cual estas cifras no se consideran representativas del comportamiento esperado hacia fines año.

De acuerdo a las proyecciones, en 2019 y 2020 el Flujo de Caja Libre será positivo y no se contratará financiamiento adicional; más bien se podrá reducir el ya bajo endeudamiento. En estos años se esperan inversiones en CAPEX controladas porque actualmente Continental TA mantiene capacidad ociosa en su planta que puede aprovechar.

A futuro se espera que las exportaciones mejoren, especialmente hacia mercados como México y USA. En sucursales, si bien se esperan mayores ventas, este crecimiento será apalancado con deuda bancaria de los países donde están las oficinas filiales.

Gráfico 6



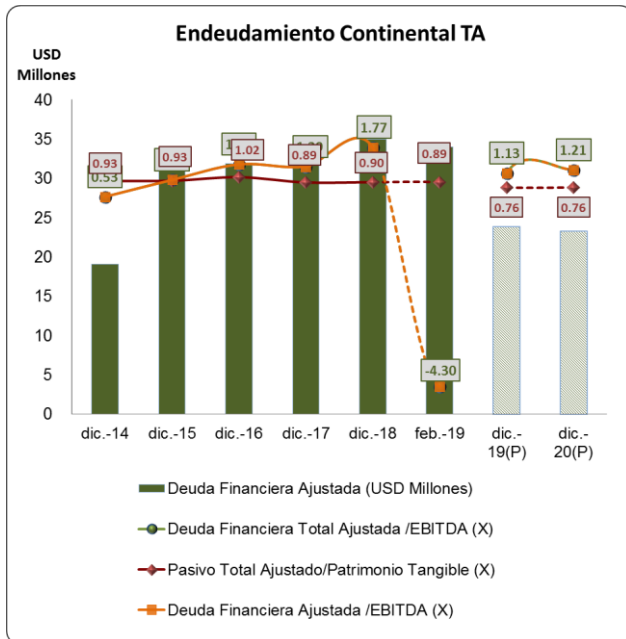
Fuente: Continental Tire Andina

Elaboración: BWR

Continental TA mantiene niveles de endeudamiento bajos; a dic-2018, la relación endeudamiento sobre EBITDA es 1.77, y en proyecciones es menor (1.13 en 2019 y 1.21 en 2020) evidenciado menores requerimientos de refinanciamiento a futuro.



Gráfico 7



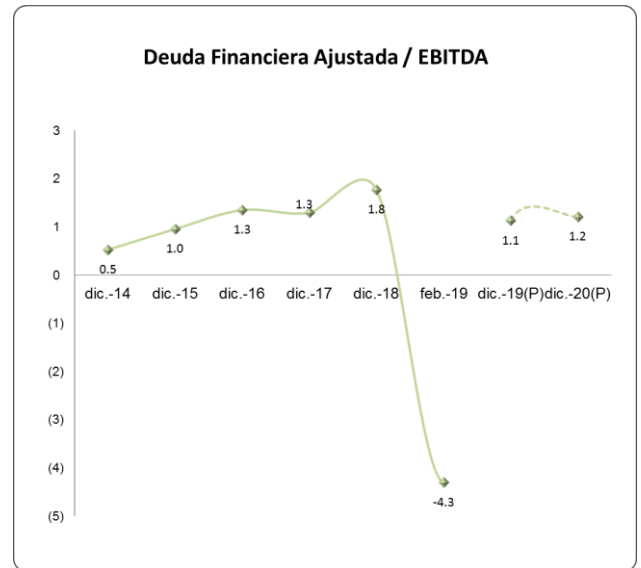
Fuente: Continental Tire Andina
Elaboración: BWR

El endeudamiento financiero ha disminuido sutilmente en relación al patrimonio tangible². Para el cálculo de este indicador a feb-2019 se resta del patrimonio: USD 5,5MM de inversiones en relacionadas, USD 1,480M en impuestos diferidos de largo plazo, USD 1,462M de otros activos corrientes, entre los rubros más importantes.

El nivel de respaldo patrimonial se considera adecuado, tomando en cuenta la naturaleza de su industria, el hecho de que la mayoría de sus activos son recuperables en el corto plazo, y la solidez de su negocio.

² Patrimonio menos activos deteriorados, activos intangibles, activos diferidos, cuentas por cobrar a relacionadas, y otros activos que en opinión de la calificadora podrían no ser recuperables en caso de liquidación.

Gráfico 8



* Fuente: Continental Tire Andina
Elaboración: BWR

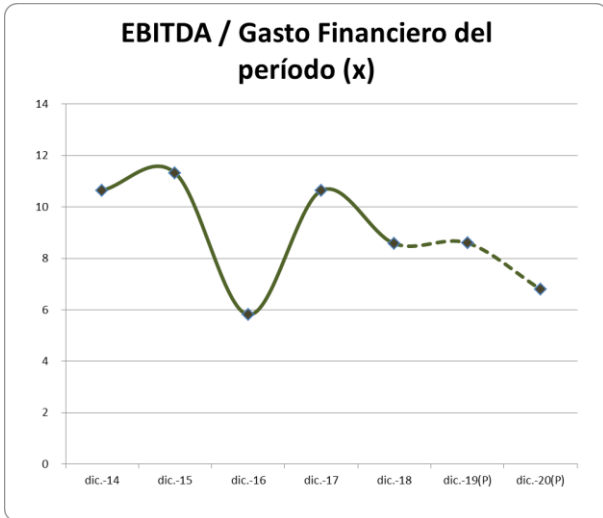
El nivel de endeudamiento de la empresa es conservador y le da al emisor una amplia flexibilidad financiera que mitiga los riesgos asociados a la coyuntura económica y la industria automotriz.

Capacidad de Pago y Liquidez

Continental TA ha tenido históricamente flexibilidad financiera importante al cubrir con el EBITDA en más de cinco veces su gasto financiero anual en todos los períodos analizados. Tradicionalmente, este indicador llegó a superar las 10 veces; pero se contrajo tras la caída del EBITDA en 2016, para recuperarse en 2017 y nuevamente presionarse por la contracción en ventas de 2018. A dic-2018 esta cobertura llega a 8.7 veces y se espera que en los próximos dos años no disminuya de las 6 veces.

El costo financiero de Continental incluye costos de provisión patronal y desahucio; históricamente, el gasto financiero incluía también el costo del fondo de empleados que hacía parte del balance de la empresa; pero a partir de 2017 dicho fondo salió de balance. Al mes de febrero 2019, Continental TA tiene una cobertura de -3.12 veces del EBITDA al gasto financiero, pero se espera que llegue a 6.07 veces al cierre del año. En 2020 se espera que mejore en función de una recuperación en la generación de la empresa.

Gráfico 9



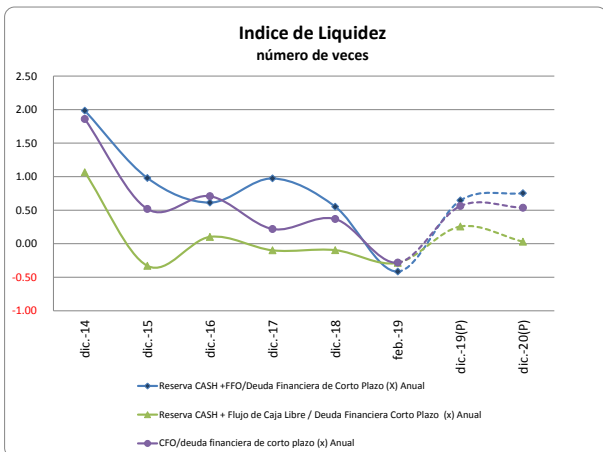
Fuente: Continental Tire Andina
Elaboración: BWR

Un menor endeudamiento, tanto en monto como en relación al EBITDA y al FFO, le otorga a la empresa capacidad para cubrir los riesgos propios del negocio y representa una fortaleza en períodos de desaceleración o incertidumbre económica. Como se dijo la empresa mantiene un nivel de flexibilidad financiera que le permite tener una mejor posición frente a otros emisores.

Si bien el nivel de liquidez de Continental TA se contrae a feb-2019 por la menor generación estacional, hasta finalizar el año se estima que la empresa mejore su generación y que requiera menor refinanciamiento de corto plazo.

Históricamente, Continental TA ha tenido capacidad de refinanciar su deuda, con líneas locales abiertas, al ser considerado un buen sujeto de crédito. Además, de ser el caso, la empresa cuenta con el soporte financiero de su Casa Matriz.

Gráfico 10



Fuente: Continental Tire Andina
Elaboración: BWR

A la fecha de corte, el 52.5% de la deuda financiera corresponde a operaciones de crédito con bancos locales; de esta, el 50.4% vence en el corto plazo. El 47.5% restante corresponde a emisiones en el mercado de valores, 100% de las vence en el corto plazo.

El riesgo de refinanciamiento de la empresa se mitiga por la posición de la empresa en el mercado y el bajo endeudamiento que mantiene. Se considera además que, si bien en etapas de crecimiento la liquidez es apretada, bajo un escenario de contracción de ventas, el emisor puede así mismo liberar parcialmente liquidez por menores inversiones en CAPEX, requerimientos de capital de trabajo y pago de dividendos.

POSICIÓN RELATIVA DE LA GARANTÍA FRENTE A OTRAS OBLIGACIONES DEL EMISOR EN CASO DE QUIEBRA O LIQUIDACIÓN

Las presentes emisiones tienen garantía general, por lo cual están respaldadas por todos los activos no gravados del emisor, cuya calidad se analizó en un apartado anterior.

Fecha de corte	Feb-19
Activo Ajustado (USD M)	152,902
Activo Total (USD M)	162,412

Feb-19				
Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	21,087	21,087	7.25
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	16,131	37,218	4.11
3era	Deuda sin garantía específica de balance	17,818	55,036	2.78
TOTAL		55,036	55,036	2.78

La calificación otorgada se fundamenta en el análisis del emisor como negocio en marcha, el cual se describe a lo largo de este informe. Los valores en circulación entran en el tercer grupo de prelación, que en caso de liquidación tendría una cobertura de 2.78 veces con los activos ajustados. En este análisis se ha restado del activo total a los activos intangibles, diferidos, deteriorados y otros que por su naturaleza podrían no ser recuperables en un escenario conservador.



RESGUARDOS

El emisor certifica que a la fecha de calificación se han cumplido todos los resguardos tanto normativos como internos y que las obligaciones financieras de mercado de valores y del sistema financiero se encuentran al día.

A continuación se aprecia la evolución del indicador de liquidez de los últimos seis meses:

Fecha	Activos Corrientes	Pasivos Corrientes	Cobertura
sep-18	99,191	50,886	1.9
oct-18	101,015	52,690	1.9
nov-18	100,791	53,511	1.9
dic-18	93,429	46,768	2.0
ene-19	88,642	43,044	2.1
feb-19	91,862	46,204	2.0

Para el programa de papel comercial objeto del presente análisis, Continental TA se obliga a:

1. Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a (1) a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores. Los activos reales sobre los pasivos reales exigibles deberán permanecer en niveles de mayor a o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.
2. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
3. Mantener durante la vigencia del programa, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación.
4. No mantener obligaciones en circulación por más de dos veces el patrimonio de la compañía.

El incumplimiento de los resguardos antes mencionados dará lugar a declarar de plazo vencido a todas las emisiones.

Por último, cabe indicar que el emisor mantiene un el saldo en el programa de papel comercial que representa el 17.9% de su patrimonio.

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

La empresa ha participado en el mercado de valores en 1995 y regresó al mercado de valores desde 2006; mantiene un historial de pago limpio, en tiempo y forma, de sus obligaciones. Hasta la fecha ha colocado en el mercado cinco emisiones de obligaciones y tres programas de papel

comercial.

A la fecha de corte de este análisis, Continental TA mantiene vigente solamente el papel comercial objeto del presente estudio.

En los últimos 6 meses no se han realizado negociaciones en el mercado secundario del papel comercial analizado.

CONTINENTAL TIRE ANDINA							PROYECCIONES BK	
(Miles de USD)	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	feb-19	dic-19	dic-20
Resumen Balance								
Caja y Equivalentes de Caja	4,962	6,548	6,386	8,974	7,051	5,655	3,000	3,000
Cuentas por Cobrar Comerciales	37,904	38,989	37,415	34,567	40,096	41,697	40,531	41,400
Inventarios	36,157	35,518	32,084	38,150	38,143	35,864	36,577	37,929
Activos fijos	53,076	63,528	66,711	62,912	61,660	62,359	60,404	61,148
Otros Activos	8,318	11,010	14,092	19,293	16,451	16,836	15,667	15,591
Total Activos	140,418	155,593	156,688	163,895	163,401	162,412	156,179	159,069
Cuentas por Pagar Proveedores	17,338	13,531	11,164	14,015	11,921	10,103	12,059	12,180
Deuda Financiera Total	19,000	31,416	31,850	34,142	34,969	33,949	23,818	23,256
Deuda Financiera Corto Plazo	14,200	26,374	27,317	21,174	25,043	25,104	24,526	18,446
Deuda Financiera Largo Plazo	4,800	5,041	4,533	12,968	9,926	8,845		4,810
Contingentes que deban ser considerados como deuda financiera	0	0	0	0	0	0	0	0
Otros Pasivos	30,048	28,025	31,502	25,233	25,957	28,162	27,716	29,475
Total Pasivos	66,386	72,972	74,516	73,390	72,847	72,214	63,593	64,911
Patrimonio	74,032	82,621	82,172	90,505	90,553	90,198	92,586	94,158
Resumen de Resultados								
Ventas	186,810	173,442	152,239	168,051	159,660	21,502	160,436	162,040
Costo de ventas	-144,443	-133,164	-123,078	-133,991	-129,677	-18,904	-131,558	-132,873
Otros ingresos operativos	-	-	-	-	-	-	-	-
Egresos operativos	(16,936)	(18,880)	(18,867)	(19,926)	(22,059)	(3,227)	(20,073)	(20,997)
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	25,431	21,398	10,294	14,134	7,925	-628	8,805	8,171
Ingresos y gastos no operativos neto	27	-491	315	185	944	694	694	795
Gasto Financiero del período	(3,399)	(2,906)	(4,064)	(2,484)	(2,305)	(422)	(2,455)	(2,824)
Impuestos a la renta	(4,596)	(4,144)	(2,788)	(3,338)	(3,614)	-	(2,818)	(2,456)
UTILIDAD NETA	16,844	13,689	3,788	9,640	4,041	-355	4,226	3,685
Otros resultados integrales	0	0	0	397	345	0	0	0
RESULTADO INTEGRAL DEL AÑO	16,844	13,689	3,788	10,037	4,386	-355	4,226	3,685
Resumen Flujo de Caja								
EBITDA OPERATIVO	36,171	32,904	23,607	26,431	19,762	-1,316	21,111	19,184
(-) Gasto Financiero del período	-3,399	-2,906	-4,064	-2,484	-2,305	-422	-2,455	-2,824
(-) Impuesto a la renta del período	-4,596	-4,144	-2,788	-3,338	-3,614	0	-2,818	-2,456
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período	0	0	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	28,175	25,853	16,754	20,609	13,843	-1,738	15,838	13,903
(-) Variación Capital de Trabajo	-1,762	-12,187	2,592	-15,961	-4,616	556	-2,042	-4,023
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	26,413	13,666	19,346	4,647	9,227	-1,181	13,796	9,880
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	27	-491	315	185	944	694	694	795
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	0	0	0	0	0	0
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	0	0	-985	0	0	0	0	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-5	-4,870	-3,571	-1,495	-5,088	-6	-2,193	-2,113
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-11,237	-16,994	-12,315	-5,277	-7,382	-699	-6,000	-8,000
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	-80	0	0	-150	-100	0	0	0
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	15,118	-8,689	2,790	-2,089	-2,399	-1,192	6,297	562
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	-15,085	12,416	434	2,292	827	-308	-11,152	-562
OTRAS INVERSIONES NETO	-8	-2,141	-3,386	2,385	-351	103	804	0
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	26	1,586	-162	2,588	-1,923	-1,396	-4,051	0
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	4,962	6,548	6,386	8,974	7,051	5,655	3,000	3,000
Indicadores								
Patrimonio Tangible	71,743	78,329	72,778	82,620	81,280	80,687	83,465	85,340
% crecimiento en ingresos operativos	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-89.5%	0.5%	1.0%
MARGEN EBIT (%)	13.6%	12.3%	6.8%	8.4%	5.0%	-2.9%	5.5%	5.0%
MARGEN EBITDA (%)	19.4%	19.0%	15.5%	15.7%	12.4%	-6.1%	13.2%	11.8%
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	9.29	9.90	5.12	9.30	7.01	-3.12	7.45	5.92
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del periodo)(x)	10.64	11.32	5.81	10.64	8.57	-3.12	8.60	6.79
EBITDA/ Gasto Financiero del período (x)	10.64	11.32	5.81	10.64	8.57	-3.12	8.60	6.79
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	0.53	0.95	1.35	1.29	1.77	(4.30)	1.13	1.21
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	0.39	0.76	1.08	0.95	1.41	(3.58)	0.99	1.06
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ Capitalización (%)	20%	28%	28%	27%	28%	27%	20%	20%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (x) Anual	1.98	0.98	0.61	0.97	0.55	(0.42)	0.65	0.75
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	1.86	0.52	0.71	0.22	0.37	(0.28)	0.56	0.54
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	1.06	(0.33)	0.10	(0.10)	(0.10)	(0.28)	0.26	0.03
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre NETO (luego de inversiones en terceros)/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	1.06	(0.41)	(0.02)	0.01	(0.11)	(0.26)	0.29	0.03

La reproducción o distribución total o parcial de este documento está prohibida, salvo permiso escrito. La asignación y mantenimiento de las calificaciones de BANKWATCH RATINGS se realizan con base en información confiable que recibe de sus clientes y de otras fuentes que considera creíbles. BANKWATCH RATINGS lleva a cabo una evaluación razonable de la información sobre la que fundamenta su análisis de acuerdo con sus metodologías de calificación. Obtiene verificación razonable de la información de fuentes independientes en la medida en que dichas fuentes se encuentren disponibles. Dependiendo de la naturaleza del proceso de calificación y/o del emisor, la forma en que se realice la evaluación y el análisis de la información pueden variar, al igual que los requisitos de información para la calificación. Al emitir sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS confía en la labor de los expertos incluyendo auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales. No son de responsabilidad de BANKWATCH RATINGS: Las prácticas a través de las cuales se ofrecen y se colocan los valores al mercado, la naturaleza y calidad de la información pública relevante, los informes de auditoría, los acuerdos de procedimientos con terceros, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes realizados por terceros. En última instancia la institución calificada y/o el emisor son los responsables de la exactitud de la información que proporcionan a la Calificadora y al mercado en los documentos de oferta pública y otros informes.

Adicionalmente, las calificaciones por naturaleza son prospectivas por lo que incorporan hipótesis y supuestos sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o confirmó una calificación.

Los informes contienen información presentada por el cliente y analizada por BANKWATCH RATINGS, sobre la cual la Calificadora emite opiniones sin ninguna garantía. A menos que se indique lo contrario, la calificación de BANKWATCH RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de un cliente, emisor o emisión. Esta opinión se fundamenta en criterios establecidos y metodologías que BANKWATCH RATINGS evalúa y actualiza de forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de la Calificadora y ningún individuo o grupo de individuos, es particularmente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados al riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. BANKWATCH RATINGS no está comprometida en la oferta o venta de ningún valor. Todos los informes de BANKWATCH RATINGS son de autoría compartida y por lo tanto las opiniones en ellos expresadas son de responsabilidad de la Calificadora y de ningún individuo en particular. Un informe de calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información requerida para un proceso de emisión. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento, a discreción de la Calificadora por una razón justificada y de acuerdo a la norma vigente. BANKWATCH RATINGS no proporciona asesoramiento de inversión. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener un valor. Las calificaciones no implican una opinión sobre si el precio de mercado es adecuado, sobre la conveniencia de algún valor para un inversionista en particular, o sobre la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los valores. La asignación, publicación o difusión de una calificación de BANKWATCH RATINGS no constituye su consentimiento para usar su nombre sin autorización. Todos los derechos reservados. ©®. BANKWATCH RATINGS 2019.