

Ecuador  
Papel Comercial  
Primer Seguimiento

Continental Tire Andina S.A.

## Calificación

| Tipo Instrumento | Calif. Anterior | Calif. Actual | Último cambio |
|------------------|-----------------|---------------|---------------|
| Papel Comercial  | AAA             | AAA           | NR            |

**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<br>(diciembre) | 2019<br>(agosto) |
|------------------------------------------------|---------------------|------------------|
| Activos                                        | 163.4               | 165.0            |
| Ventas                                         | 159.7               | 89.9             |
| Margen EBITDA (%)                              | 12.38%              | 8.55%            |
| ROE (%) *                                      | 4.46%               | -1.62%           |
| Deuda / capitalización (%)                     | 27.86%              | 27.37%           |
| CFO / Deuda Fin CP (X) *                       | 0.37                | 0.21             |
| Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X)             | -0.10               | -0.12            |
| Deuda Financiera Total Ajustada / EBITDA (x) * | 1.77                | 2.87             |
| Deuda Financiera Total Ajustada / FFO (x) *    | 2.53                | 4.29             |

Fuente: Continental Tire Andina  
Elaboración: BWR

### Contactos:

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

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

## Fundamento de la Calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings S.A., decidió mantener la calificación de **AAA (Triple A)** al **programa de papel comercial** descrito 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 flujos positivos.

**Participación en otros mercados.** Continental TA mantiene empresas en Colombia y Chile, mercados más grandes, donde su participación está en crecimiento. Además las exportaciones desde Ecuador se han incrementado en este año, con lo cual está diversificando mercados.

**Flexibilidad financiera.** Debido a la reducción en la generación operativa, el endeudamiento de Continental TA en relación a la generación operativa se ubica en niveles moderados, aunque esperamos que muestre una tendencia a reducirse hasta fin de año y en 2020. 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. Adicionalmente, el entorno operativo influye en el dinamismo del sector automotriz.

**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.

**Fecha Comité: 30 de octubre, 2019**  
**Estados Financieros a: agosto, 2019**



## CARACTERÍSTICAS DEL PROGRAMA DE 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             | 14,506,000.00                                 |
| 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 estrategia de endeudamiento del gobierno anterior y que se mantuvo durante los dos primeros años de gobierno de Moreno fue agotando sus fuentes mientras caía el precio del petróleo y crecía la incertidumbre en cuanto al nivel real de deuda del país.

Bajo dicho escenario que requería ajustes inminentes, el gobierno firmó la carta de intención con el FMI (11 de marzo de 2019) bajo la modalidad de Facilidad Ampliada, que aplica para países con desequilibrios importantes, que requieren mayor plazo para lograr el ajuste y estabilización.

Es de esperarse que en adelante la economía del país y la dinámica de los distintos sectores giren en torno al nuevo acuerdo y en el nivel en que las propuestas y compromisos se vayan cumpliendo. Será un reto para el gobierno manejar política y socialmente los acuerdos con el FMI y alcanzar consensos en la Asamblea.

El incumplimiento en las metas planteadas podría restringir el flujo de fondos aprobado, lo cual presionaría la liquidez del estado y dispararía ajustes violentos con costos social y económico más altos. En el escenario de incumplimiento de los acuerdos con el FMI, sería menos probable que el país alcance en tres años metas de crecimiento sanas y sostenibles y que se completen los cambios

estructurales necesarios para promover el crecimiento económico en el futuro.

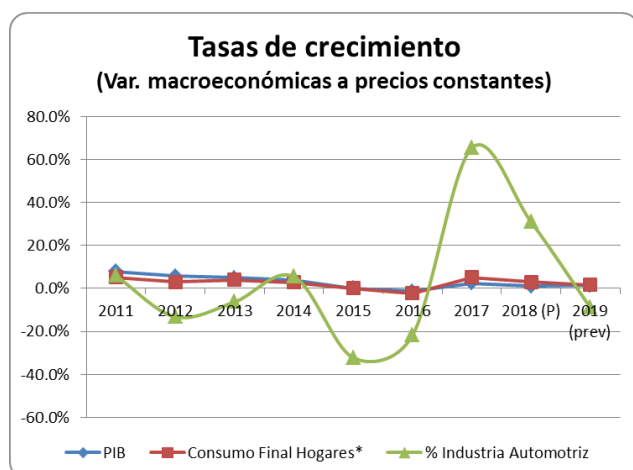
Si los acuerdos se cumplen, el FMI estima que la economía crecería entre un 0.5% y un -0.5% en 2019 (actualmente la previsión del gobierno se acerca a la del FMI). La desaceleración económica estaría fomentada por la reducción del gasto público que según el Ministerio de Finanzas ya ha comenzado. Los recortes se darían principalmente en compras de bienes y servicios, lo que significa una caída en las ventas de empresas que atienden al sector público. El recorte en empleos del sector público no ha sido muy importante: aproximadamente 3,000 despidos en este año. El FMI espera lenta recuperación desde el año 2022. El FMI piensa que Ecuador no tendrá que recurrir a mercados financieros internacionales en 2019 y 2020. Sería suficiente el financiamiento de los multilaterales y los ajustes planteados. Esta perspectiva generó disminución del riesgo país, lo que facilitó la renegociación de la deuda (bonos globales) que vencía en 2020, a plazos más largos. El 17 de junio, se concluyó un canje de bonos de USD 1,175 millones, con plazo al 2029.

El acuerdo garantiza financiamiento por tres años (4,200MM del FMI y 6,000MM de seis organismos multilaterales) lo que ayudará a suavizar el costo del ajuste y facilitar la implementación de reformas estructurales, orientadas principalmente a las siguientes finalidades: apuntalar la dolarización, recuperar competitividad del sector real, y promover empleo, fortalecer la protección a los más vulnerables y mejorar la transparencia en la gestión pública.

Como hecho subsecuente a la fecha de corte, se indica que, tras la firma del convenio de financiamiento con el FMI, el Estado emitió el Decreto 883 que eliminaba el subsidio a la gasolina en el país. Sin embargo, a consecuencia de un paro nacional de gran magnitud, el decreto fue derogado el 15 de octubre de 2019 y se espera la emisión de un nuevo decreto que incluya medidas económicas para mayor captación de recursos económicos y su direccionamiento a los sectores más vulnerables.



Gráfico 1



\*PIB y Consumo de los hogares a precios constantes

Fuente: BCE y AEADE

Elaboración: BWR

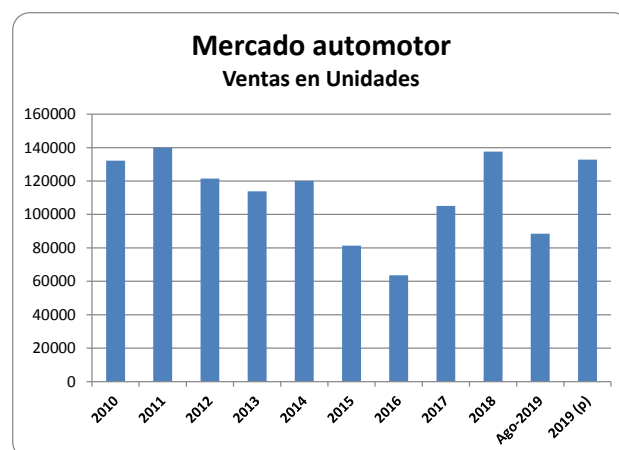
Con respecto al sector automotriz, entre el año 2012 y 2016 estuvo fuertemente regulado debido al interés del Gobierno de reducir las importaciones. Actualmente, se mantienen normas técnicas y un régimen impositivo importante.

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. A ago-2019, se han colocado 88,500 unidades nuevas, cifra que anualizada podría dar lugar a una caída de apenas 3.5% en el mercado automotor, una tasa menor a la estimada inicialmente por la AEADE (9%).

Por el lado del sistema financiero, se espera una desaceleración en el crecimiento de la colocación de crédito de consumo.

Las ensambladoras locales tienen incentivos para alcanzar el 35% de componentes locales y ofrecer productos a precios más competitivos. Sin embargo, la producción en el sector se ha ralentizado (en el caso de ensambladores de autos chinos) o ha sido trasladada a Colombia (GM), con el fin de obtener precios menores. En los últimos tres años, el crecimiento de mercado automotor ha beneficiado fundamentalmente a los importadores.

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.

## HECHOS RELEVANTES NIIF 16

La NIIF 16, que entró en vigor en enero-2019, define la identificación de los contratos de arrendamiento y su tratamiento contable en los estados financieros. En vez de registrarse cada pago como un gasto operativo, la norma dispone el registro inicial de un activo intangible y un pasivo con un valor equivalente al valor presente de las cuotas a pagarse por el contrato de arrendamiento.

Posteriormente, el activo se va amortizando de manera lineal en el tiempo del contrato y este valor se considera en el gasto operativo y es devuelto para efectos del cálculo del EBITDA.

Este esquema supone que el valor de pago mensual de arriendo incorpora implícitamente el pago de un costo de financiamiento del pasivo de



arrendamiento y una porción de capital de dicha deuda. La primera porción se reconoce contablemente como gasto financiero, mientras que la segunda disminuye el saldo del pasivo.

Para efectos de este análisis, la Calificadora utiliza un EBITDA ajustado por el valor de arriendo del período. Por otro lado, el pasivo por arrendamiento no se considera como parte del pasivo financiero, debido a que es de naturaleza operativa; su cancelación periódica ya estaría reflejada en los flujos operativos ajustados, y en caso de cancelación anticipada del contrato de arrendamiento, el pasivo se cancelaría con la eliminación del activo intangible del derecho de uso de los bienes en cuestión, por lo cual no se requeriría recursos líquidos para el efecto.

## 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.

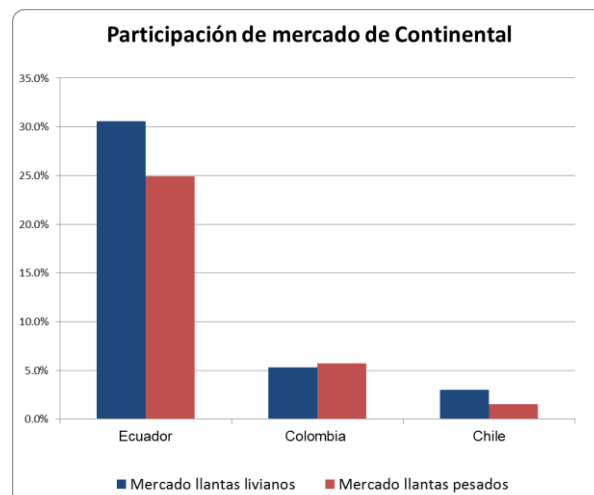
Las ventas de Continental están dirigidas a tres mercados:

- 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 región, 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 26.4% y 5.8% respectivamente, para 2019). En el segmento de vehículos 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 958 empleados (a ago-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 mantiene activos equivalentes al 10% 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   | agosto-19 |  |
| USD MM                   | 34,969 | 33,077    |  |
| Deuda Fin./              | 1.77   | 2.87      |  |
| EBITDA                   |        |           |  |

| CONTINENTAL COLOMBIA |       |   |  | CONTINENTAL CHILE |      |   |  |
|----------------------|-------|---|--|-------------------|------|---|--|
| Deuda Fin.           | USD   |   |  | Deuda Fin.        | USD  |   |  |
| 2018                 | 3,503 | M |  | 2018              | 724  | M |  |
| agosto-19            | 2,398 | M |  | agosto-19         | 696  | M |  |
| Ut Oper.             | 818   | M |  | Ut Oper.          | -134 | M |  |

Fuente: Continental Tire Andina

Elaboración: BWR

\*Datos a dic-2018 y ago-2019.

Pesos colombianos a 3,393:1, tipo de cambio al 29 de octubre-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. Su estructura accionarial es la siguiente:

| 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%           |  |
| <b>CAPITAL SOCIAL (USD Miles)</b>  |                | <b>74,894.88</b> |  |

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 87.8MM; de este, el capital social representa el 85%. 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 intercompañía 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 una mejora en el margen bruto de la Compañía, que se hizo más evidente desde el año 2014 hasta el 2015.

Actualmente, 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 el mediano plazo, para el mercado interno.

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; así como continuar exportando hacia EEUU y México. Estos mercados son más amplios y presentan importantes oportunidades para la marca Continental.

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.

Bajo un escenario de menor crecimiento, las inversiones en CAPEX se harán solamente para mantenimiento y reposición.

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 agosto-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.

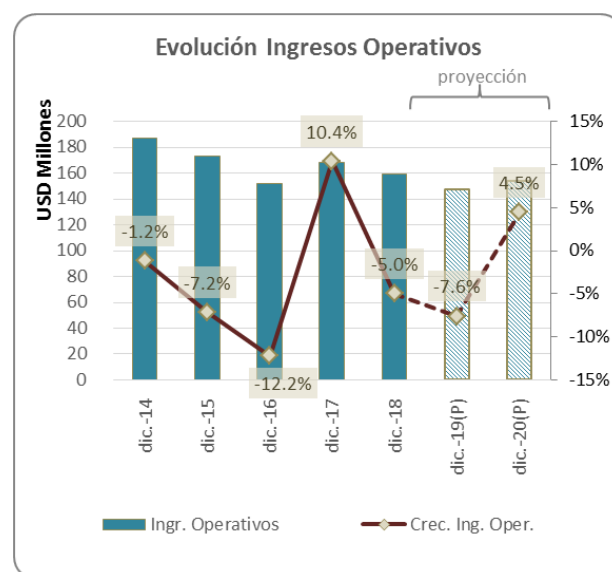
### Gestión Operativa y Tendencias

A ago-2019, las ventas de Continental suman USD 89.9MM, lo que representa una reducción del 13.3% anual frente a ago-2018, mientras que durante el mismo período, el costo de ventas se contrajo menos (en 9.8%). En consecuencia, el margen bruto cayó de manera importante y llegó a 14.22% a ago-

2019 (fue 17.56% a ago-2018).

Frente a dic-2018, las ventas representan el 56.3% del ingreso por ventas y servicios del año pasado. Si bien la caída en ventas presiona el margen bruto, para el cierre de 2019 se espera cierta recuperación, debido a la reactivación de ventas al Estado y desde julio se observa un crecimiento importante de las exportaciones. Esto da lugar a que la reducción en ventas proyectada a diciembre del año en curso sea menor a la que se dio para agosto 2019.

Gráfico 4



Fuente: Continental Tire Andina  
Elaboración: BWR

La recuperación en ventas incide también en el margen bruto; indicador que está presionado, pero que se recuperaría al cierre de año. A ago-2019 es 14.22% (fue de 18.78% en 2018) y se espera que en 2019 llegue a 17.1% y para 2020 a 20.3%.

Las ventas responden históricamente al entorno económico y a las regulaciones del sector automotriz. En 2018 el mercado automotor creció por segundo año consecutivo y para ago-2019 existe una recuperación en el nivel de ventas, que anualizada daría lugar a una contracción del -3.5% en la ventas del año. Sin embargo, el segmento más dinámico continúa siendo el de vehículos importados, lo cual no beneficia al emisor. Adicionalmente, las marcas chinas han generado mayor presión competitiva en el mercado ecuatoriano.

Al cierre de 2019 Continental TA prevé una reducción anual en ventas de 7.61%. Para 2020, la administración espera una recuperación de alrededor del 4.5%, debido a ventas represadas a través del portal de compras públicas y la continuidad de las exportaciones hacia Estados Unidos y México.

El costo de ventas depende en gran medida del



comportamiento del precio del caucho, *commodity* con un precio a la baja en 2019. También es relevante la mezcla de ventas, en función de la participación de mayores exportaciones y el tipo de producto en el mercado local, lo que incide en el margen de ventas.

La empresa forma parte de un grupo internacional y compra su principal materia prima, fundamentalmente a Continental Tire Holding (Singapur), que es una empresa del grupo que provee de caucho natural a todas las plantas de Continental. Una pequeña parte de la materia prima se compra también a productores locales para procesarse en una empresa del grupo.

A ago-2019, el peso del gasto operativo sobre las ventas mejora y llega a 12.82%; en 2018 fue mayor (13.82%) debido al reconocimiento en resultados de ese año de comisiones por pagar a distribuidores por logística sujetas a la recuperación de cartera del sector público. De acuerdo con las proyecciones, para el cierre de año, habría un deterioro en este indicador (a 14.97%), explicado por gastos administrativos asociados a un ajuste en el tamaño de la estructura operativa de la empresa.

El peso del egreso operativo en las ventas evidencia que la estructura operativa resulta costosa para el nivel de ventas actual. Si bien hay una recuperación en las ventas proyectadas por Continental TA, aún están debajo de los niveles del año 2018.

afectan al EBITDA operativo, esto obedece a la coyuntura local actual, pues el mercado de exportación ha mantenido un desempeño más dinámico.

A ago-2019, como se dijo, el EBITDA se presiona debido a la caída en ventas y a la reducción en el margen bruto; si bien a partir de agosto se recupera el canal de ventas al Estado, en cifras el impacto de su ausencia, durante la mayor parte del año, es importante. Es así que en proyecciones y pese a la recuperación de ventas represadas se espera un margen EBITDA de 8.9% para 2019 y una mejoría a 12.51% para 2020.

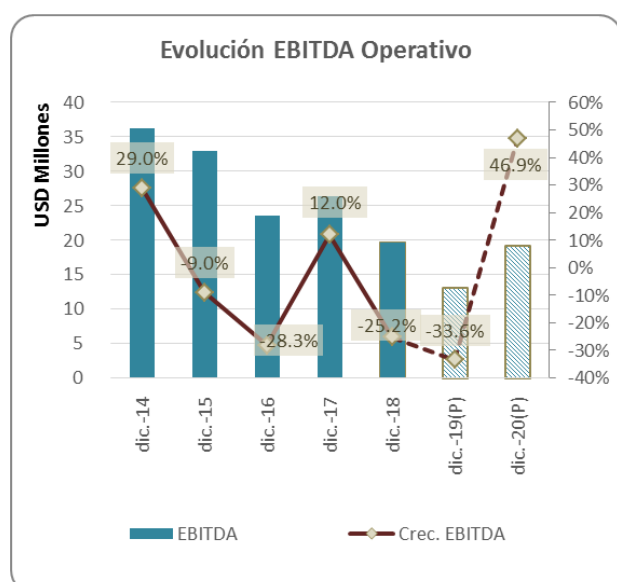
El resultado neto continúa presionado y es negativo (en USD 954M); al cierre de 2019 debido a una mayor carga impositiva por el aumento de gastos no deducibles relacionados a la no deductibilidad de la provisión de jubilación patronal y desahucio, y de gastos con empresas relacionadas, nuestra proyección considera un resultado neto negativo. Frente a ello, la Administración considera que en función de las cifras reales a septiembre, se podría alcanzar una utilidad neta pequeña en el año.

Si bien a dic-2018 se presionó la rentabilidad sobre activos (ROA) a 2.47% y sobre patrimonio (ROE) a 4.46%; a ago-2019 y para el cierre de este año estos indicadores se volverían negativos, recuperándose para el año 2020 a 4.18% el ROA y a 7.53% el ROE.

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

A ago-2019, los activos de la empresa (USD 164.96 millones) 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.

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. Desde 2018 la presión en el margen bruto y la desaceleración del volumen de ventas

**ACTIVOS**

|                                 | dic-14      | dic-15      | dic-16      | dic-17      | dic-18      | ago-19      |
|---------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Total Activo Corriente          | 61%         | 57%         | 54%         | 57%         | 57%         | 57.5%       |
| Fondos Disponibles              | 3%          | 3%          | 3%          | 3%          | 3%          | 3%          |
| Inversiones corto plazo         | 1%          | 1%          | 3%          | 2%          | 1%          | 0%          |
| CxC Comerciales                 | 27%         | 25%         | 22%         | 23%         | 25%         | 24%         |
| Inventarios Neto                | 26%         | 23%         | 20%         | 23%         | 23%         | 25%         |
| Otras cuentas por cobrar        | 0%          | 1%          | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          |
| Gastos anticipados              | 4%          | 4%          | 5%          | 5%          | 4%          | 6%          |
| Otros activos corrientes        | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          | 1%          | 0%          |
| Total Activo No Corriente       | 39%         | 43%         | 46%         | 43%         | 43%         | 43%         |
| Propiedad, planta y equipo      | 38%         | 41%         | 43%         | 38%         | 38%         | 37%         |
| 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%          |
| <b>Total Activo</b>             | <b>100%</b> | <b>100%</b> | <b>100%</b> | <b>100%</b> | <b>100%</b> | <b>100%</b> |

**PASIVO Y PATRIMONIO**

|                                  | dic-14      | dic-15      | dic-16      | dic-17      | dic-18      | ago-19      |
|----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Total Pasivo Corriente           | 31%         | 32%         | 30%         | 28%         | 29%         | 30%         |
| Deuda Financiera CP              | 10%         | 17%         | 17%         | 13%         | 15%         | 15%         |
| Deuda Comercial                  | 12%         | 9%          | 7%          | 9%          | 7%          | 8%          |
| Otros Pasivos CP                 | 8%          | 6%          | 5%          | 6%          | 6%          | 8%          |
| 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%         |
| <b>PATRIMONIO</b>                | <b>53%</b>  | <b>53%</b>  | <b>52%</b>  | <b>55%</b>  | <b>55%</b>  | <b>53%</b>  |
| <b>Total Pasivo y Patrimonio</b> | <b>100%</b> | <b>100%</b> | <b>100%</b> | <b>100%</b> | <b>100%</b> | <b>100%</b> |

Fuente: Continental Tire Andina

Elaboración: BWR

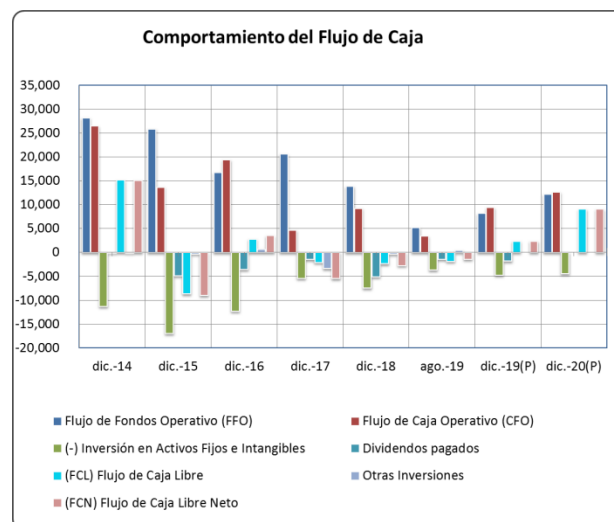
A ago-2019 el 24% corresponde a cuentas por cobrar comerciales, con una recuperación máxima de 120 días.

Los inventarios representan el 25% del activo, y están compuestos mayoritariamente por productos terminados, incluyen materia prima, suministros, productos en proceso e inventario en tránsito. Por lo cual se consideran liquidables en el corto plazo.

Por último, en el caso de la propiedad, planta y equipo (37% 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**

Gráfico 6



Fuente: Continental Tire Andina

Elaboración: BWR

Históricamente, Continental TA ha generado flujos operativos positivos; a ago-2019 pese a la reducción tendencial del EBITDA, tanto el flujo de fondos operativo (FFO) como el flujo de caja operativo (CFO) son positivos. El CFO cubre casi la totalidad de inversiones en CAPEX, pero resulta insuficiente para cubrir el pago de dividendos.

El flujo de caja libre (FCL) es negativo a ago-2019, pero ha sido cubierto en su mayoría con la utilización de excedentes de efectivo y equivalentes. De acuerdo con las proyecciones será positivo al cierre de 2019, debido a un incremento en la generación operativa en el cuarto trimestre del año. Continuará siendo positivo en 2020, por lo cual la deuda financiera podría reducirse.

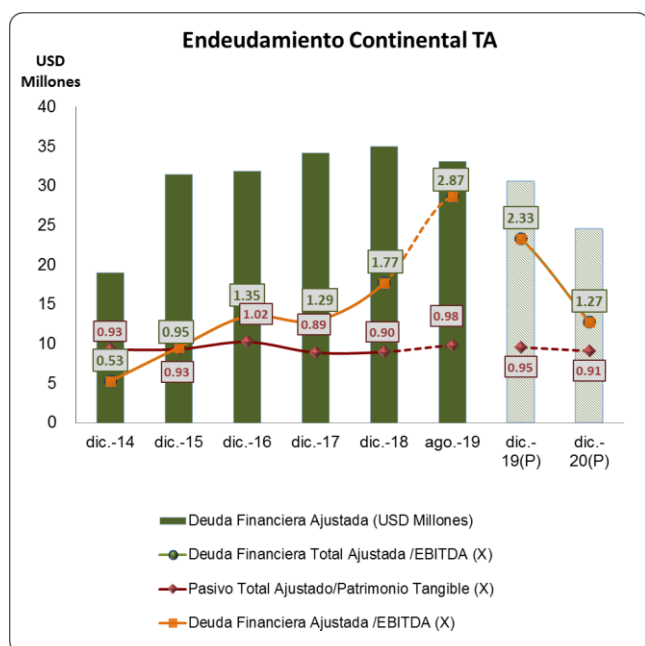
En estos años se esperan inversiones en CAPEX controladas porque actualmente Continental TA mantiene capacidad ociosa en su planta que puede aprovechar.

A futuro se espera que las exportaciones se mantengan, 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 7



Fuente: Continental Tire Andina  
Elaboración: BWR

En los últimos años Continental TA ha mantenido niveles de endeudamiento relativamente bajos aunque por la reducción de la generación operativa a ago-2018 la relación endeudamiento sobre EBITDA sube a niveles moderados. De acuerdo con las proyecciones cerraría el año en 2.3 y para 2020 se reduciría a 1.27 veces, lo cual se reflejará en menores requerimientos de refinanciamiento a futuro.

A ago-2019, el endeudamiento financiero aumenta ligeramente en relación al patrimonio tangible<sup>1</sup>. Para el cálculo de este indicador a ago-2019 se resta del patrimonio: USD 5,5MM de inversiones en relacionadas, USD 1,959M en impuestos diferidos de largo plazo, USD 555M de otros activos corrientes y USD 421M de otras cuentas por cobrar, entre los rubros más importantes.

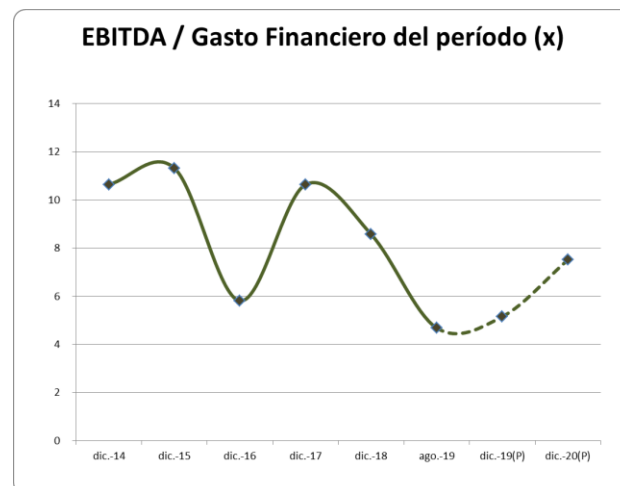
El nivel de respaldo patrimonial se considera adecuado, tomando en cuenta la naturaleza de su industria, el hecho de que la mayoría de sus activos son recuperables en el corto plazo, y la solidez de su negocio.

### Capacidad de Pago y Liquidez

Continental TA ha tenido históricamente una flexibilidad financiera importante al cubrir con

el EBITDA holgadamente su gasto financiero (llegó a 11 veces en 2015); tras una recuperación en 2017 este indicador se va reduciendo, pero a ago-2019 continúa cubriendo cinco veces su gasto financiero. A dic-2018 esta cobertura fue de 8.7 veces y se espera que cierre 2019 en 5 veces y mejore a 8 veces para 2020, en función de una recuperación en la generación de la empresa.

Gráfico 8



Fuente: Continental Tire Andina  
Elaboración: BWR

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.

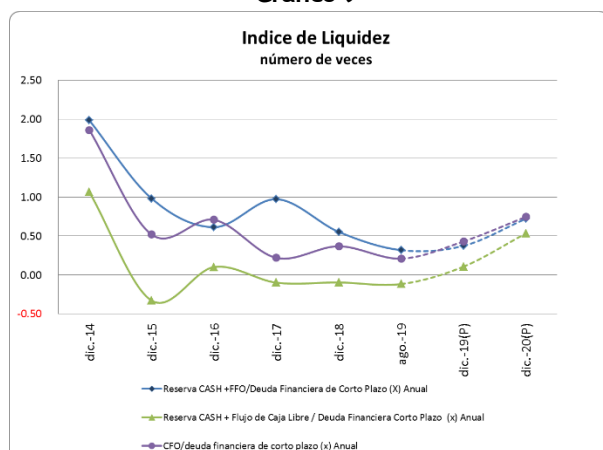
Si bien el nivel de liquidez de Continental TA se contrae a la fecha de análisis por la menor generación, hasta finalizar el año se estima que la empresa mejore su generación y que requiera menor refinanciamiento de corto plazo.

Históricamente, Continental TA ha tenido capacidad de renovar su deuda financiera 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.

<sup>1</sup> 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 9



Fuente: Continental Tire Andina  
Elaboración: BWR

A la fecha de corte, el 56.8% de la deuda financiera corresponde a operaciones de crédito con bancos locales; de esta, el 18.7% vence en el corto plazo. El 43.2% de las obligaciones financieras de Continental TA corresponde a emisiones en el mercado de valores, 100% de las cuales 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 endeudamiento controlado 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          | ago-19  |
| Activo Ajustado (USD M) | 156,140 |
| Activo Total (USD M)    | 164,955 |

| Prelación    | Descripción                                                       | Pasivo + conting. Tributarios (USD M) | Pasivo Acum (USD M) | Cobert. Activo Ajustado (veces) |
|--------------|-------------------------------------------------------------------|---------------------------------------|---------------------|---------------------------------|
| 1era         | Pasivos tributarios*, empleados e IESS                            | 23,978                                | 23,978              | 6.51                            |
| 2nda         | Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria) | 15,197                                | 39,175              | 3.99                            |
| 3era         | Deuda sin garantía específica de balance                          | 37,998                                | 77,173              | 2.02                            |
| <b>TOTAL</b> |                                                                   | <b>77,173</b>                         | <b>77,173</b>       | <b>2.02</b>                     |

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 2.02 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 |
|--------|--------------------|--------------------|-----------|
| mar-19 | 93,465             | 47,807             | 1.96      |
| abr-19 | 92,166             | 49,221             | 1.87      |
| may-19 | 91,486             | 50,037             | 1.83      |
| jun-19 | 93,270             | 51,171             | 1.82      |
| jul-19 | 92,004             | 50,157             | 1.83      |
| ago-19 | 94,848             | 50,301             | 1.89      |

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 saldo en el programa de papel comercial que representa el 17.9% de su patrimonio, por lo cual se encuentra dentro de los rangos permitidos por la normativa vigente.

### **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 BWR |                |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|----------------|
| (Miles de USD)                                                                                                                                                       | dic-14         | dic-15         | dic-16         | dic-17         | dic-18         | ago-19         | dic-19           | dic-20         |
| <b>Resumen Balance</b>                                                                                                                                               |                |                |                |                |                |                |                  |                |
| Caja y Equivalentes de Caja                                                                                                                                          | 4,962          | 6,548          | 6,386          | 8,974          | 7,051          | 4,195          | 5,000            | 8,000          |
| Cuentas por Cobrar Comerciales                                                                                                                                       | 37,904         | 38,989         | 37,415         | 34,567         | 40,096         | 38,914         | 40,751           | 43,480         |
| Inventarios                                                                                                                                                          | 36,157         | 35,518         | 32,084         | 38,150         | 38,143         | 41,329         | 36,642           | 35,104         |
| Activos fijos                                                                                                                                                        | 53,076         | 63,528         | 66,711         | 62,912         | 61,660         | 61,638         | 60,036           | 58,144         |
| Otros Activos                                                                                                                                                        | 8,318          | 11,010         | 14,092         | 19,293         | 16,451         | 18,879         | 18,774           | 19,182         |
| <b>Total Activos</b>                                                                                                                                                 | <b>140,418</b> | <b>155,593</b> | <b>156,688</b> | <b>163,895</b> | <b>163,401</b> | <b>164,955</b> | <b>161,203</b>   | <b>163,910</b> |
| Cuentas por Pagar Proveedores                                                                                                                                        | 17,338         | 13,531         | 11,164         | 14,015         | 11,921         | 13,107         | 16,305           | 18,084         |
| Deuda Financiera Total                                                                                                                                               | 19,000         | 31,416         | 31,850         | 34,142         | 34,969         | 33,077         | 30,587           | 24,573         |
| Deuda Financiera Corto Plazo                                                                                                                                         | 14,200         | 26,374         | 27,317         | 21,174         | 25,043         | 24,234         | 21,744           | 16,877         |
| Deuda Financiera Largo Plazo                                                                                                                                         | 4,800          | 5,041          | 4,533          | 12,968         | 9,926          | 8,843          |                  | 7,696          |
| 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         | 30,989         | 26,768           | 30,285         |
| <b>Total Pasivos</b>                                                                                                                                                 | <b>66,386</b>  | <b>72,972</b>  | <b>74,516</b>  | <b>73,390</b>  | <b>72,847</b>  | <b>77,173</b>  | <b>73,659</b>    | <b>72,941</b>  |
| <b>Patrimonio</b>                                                                                                                                                    | <b>74,032</b>  | <b>82,621</b>  | <b>82,172</b>  | <b>90,505</b>  | <b>90,553</b>  | <b>87,781</b>  | <b>87,543</b>    | <b>90,969</b>  |
| <b>Resumen de Resultados</b>                                                                                                                                         |                |                |                |                |                |                |                  |                |
| Ventas                                                                                                                                                               | 186,810        | 173,442        | 152,239        | 168,051        | 159,660        | 89,903         | 147,510          | 154,118        |
| Costo de ventas                                                                                                                                                      | -144,443       | -133,164       | -123,078       | -133,991       | -129,677       | -77,117        | -122,286         | -122,832       |
| Otros ingresos operativos                                                                                                                                            | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -                | -              |
| Egresos operativos                                                                                                                                                   | (16,936)       | (18,880)       | (18,867)       | (19,926)       | (22,059)       | (11,524)       | (22,081)         | (21,992)       |
| <b>EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)</b>                                                                                    | <b>25,431</b>  | <b>21,398</b>  | <b>10,294</b>  | <b>14,134</b>  | <b>7,925</b>   | <b>1,263</b>   | <b>3,144</b>     | <b>9,294</b>   |
| Ingresos y gastos no operativos neto                                                                                                                                 | 27             | -491           | 315            | 185            | 944            | -151           | -480             | 883            |
| Gasto Financiero del período                                                                                                                                         | (3,399)        | (2,906)        | (4,064)        | (2,484)        | (2,305)        | (1,641)        | (2,547)          | (2,565)        |
| Impuestos a la renta                                                                                                                                                 | (4,596)        | (4,144)        | (2,788)        | (3,338)        | (3,614)        | (903)          | (2,442)          | (4,518)        |
| <b>UTILIDAD NETA</b>                                                                                                                                                 | <b>16,844</b>  | <b>13,689</b>  | <b>3,788</b>   | <b>9,640</b>   | <b>4,041</b>   | <b>-954</b>    | <b>(1,191)</b>   | <b>3,425</b>   |
| Otros resultados integrales                                                                                                                                          | 0              | 0              | 0              | 397            | 345            | 0              | 0                | 0              |
| <b>RESULTADO INTEGRAL DEL AÑO</b>                                                                                                                                    | <b>16,844</b>  | <b>13,689</b>  | <b>3,788</b>   | <b>10,037</b>  | <b>4,386</b>   | <b>-954</b>    | <b>-1,191</b>    | <b>3,425</b>   |
| <b>Resumen Flujo de Caja</b>                                                                                                                                         |                |                |                |                |                |                |                  |                |
| <b>EBITDA OPERATIVO</b>                                                                                                                                              | <b>36,171</b>  | <b>32,904</b>  | <b>23,607</b>  | <b>26,431</b>  | <b>19,762</b>  | <b>7,689</b>   | <b>13,126</b>    | <b>19,276</b>  |
| (-) Gasto Financiero del período                                                                                                                                     | -3,399         | -2,906         | -4,064         | -2,484         | -2,305         | -1,641         | -2,547           | -2,565         |
| (-) Impuesto a la renta del período                                                                                                                                  | -4,596         | -4,144         | -2,788         | -3,338         | -3,614         | -903           | -2,442           | -4,518         |
| (-) Dividendos "preferentes" pagados en el período                                                                                                                   | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0                | 0              |
| <b>FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)</b>                                                                                                  | <b>28,175</b>  | <b>25,853</b>  | <b>16,754</b>  | <b>20,609</b>  | <b>13,843</b>  | <b>5,145</b>   | <b>8,137</b>     | <b>12,192</b>  |
| (-) Variación Capital de Trabajo                                                                                                                                     | -1,762         | -12,187        | 2,592          | -15,961        | -4,616         | -1,760         | 1,225            | 403            |
| <b>CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)</b>                                                                                                     | <b>26,413</b>  | <b>13,666</b>  | <b>19,346</b>  | <b>4,647</b>   | <b>9,227</b>   | <b>3,384</b>   | <b>9,362</b>     | <b>12,595</b>  |
| (+) Ingresos no operativos que impliquen flujo                                                                                                                       | 27             | -491           | 315            | 185            | 944            | 242            | -480             | 883            |
| (-) egresos no operativos que impliquen flujo                                                                                                                        | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | -393           | 0                | 0              |
| (+) (-) Ajustes no operativos que no impliquen 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         | -1,437         | -1,819           | 0              |
| (-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)                                                                                                                               | -11,237        | -16,994        | -12,315        | -5,277         | -7,382         | -3,746         | -4,732           | -4,464         |
| (-) Activos Diferidos, Intangibles y otros                                                                                                                           | -80            | 0              | 0              | -150           | -100           | 69             | 0                | 0              |
| <b>(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)</b>                                                                                                                    | <b>15,118</b>  | <b>-8,689</b>  | <b>2,790</b>   | <b>-2,089</b>  | <b>-2,399</b>  | <b>-1,881</b>  | <b>2,331</b>     | <b>9,014</b>   |
| VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA                                                                                                                                      | -15,085        | 12,416         | 434            | 2,292          | 827            | -1,417         | -4,382           | -6,014         |
| OTRAS INVERSIONES NETO                                                                                                                                               | -8             | -2,141         | -3,386         | 2,385          | -351           | 441            | 0                | 0              |
| VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES                                                                                                                                  | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0                | 0              |
| <b>VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO</b>                                                                                                           | <b>26</b>      | <b>1,586</b>   | <b>-162</b>    | <b>2,588</b>   | <b>-1,923</b>  | <b>-2,857</b>  | <b>-2,051</b>    | <b>3,000</b>   |
| <b>SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)</b>                                                                                                | <b>4,962</b>   | <b>6,548</b>   | <b>6,386</b>   | <b>8,974</b>   | <b>7,051</b>   | <b>4,195</b>   | <b>5,000</b>     | <b>8,000</b>   |
| <b>Indicadores</b>                                                                                                                                                   |                |                |                |                |                |                |                  |                |
| Patrimonio Tangible                                                                                                                                                  | 71.743         | 78.329         | 72.778         | 82.620         | 81.280         | 78.966         | 77.136           | 80.382         |
| % crecimiento en ingresos operativos                                                                                                                                 | 0.0%           | -7.2%          | -12.2%         | 10.4%          | -5.0%          | -43.7%         | -7.6%            | 4.5%           |
| MARGEN EBIT (%)                                                                                                                                                      | 13.6%          | 12.3%          | 6.8%           | 8.4%           | 5.0%           | 1.4%           | 2.1%             | 6.0%           |
| MARGEN EBITDA (%)                                                                                                                                                    | 19.4%          | 19.0%          | 15.5%          | 15.7%          | 12.4%          | 8.6%           | 8.9%             | 12.5%          |
| FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)                                                                            | 9.29           | 9.90           | 5.12           | 9.30           | 7.01           | 4.13           | 4.20             | 5.75           |
| EBITDA/cargos fijos(intereses y cuota leasing del periodo)(x)                                                                                                        | 10.64          | 11.32          | 5.81           | 10.64          | 8.57           | 4.68           | 5.15             | 7.52           |
| EBITDA/ Gasto Financiero del período (x)                                                                                                                             | 10.64          | 11.32          | 5.81           | 10.64          | 8.57           | 4.68           | 5.15             | 7.52           |
| Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera                                                                        | 0.53           | 0.95           | 1.35           | 1.29           | 1.77           | 2.87           | 2.33             | 1.27           |
| Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera                                                                    | 0.39           | 0.76           | 1.08           | 0.95           | 1.41           | 2.50           | 1.95             | 0.86           |
| Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)                                                                                                                 | 20%            | 28%            | 28%            | 27%            | 28%            | 27%            | 26%              | 21%            |
| Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual                                                                                                          | 1.98           | 0.88           | 0.61           | 0.97           | 0.55           | 0.32           | 0.37             | 0.72           |
| CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual                                                                                                                        | 1.86           | 0.52           | 0.71           | 0.22           | 0.37           | 0.21           | 0.43             | 0.75           |
| Reserva en CASH+líneas 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)         | (0.12)         | 0.11             | 0.53           |
| Reserva en CASH+líneas 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)         | (0.09)         | 0.11             | 0.53           |





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.