

Ecuador
Tercer Seguimiento
Programa de Papel Comercial
2018

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 (diciembre)	2019 (noviembre)
Activos	163.4	166.9
Ventas	159.7	127.9
Margen EBITDA (%)	12.38%	8.87%
ROE (%) *	4.46%	-0.81%
Deuda / capitalización (%)	27.86%	27.52%
CFO / Deuda Fin CP (X)*	0.37	0.23
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X)	-0.10	-0.07
Deuda Financiera Total Ajustada	1.77	2.72
/EBITDA (x)*		
Deuda Financiera Total Ajustada/FFO	2.53	4.16
(x)*		

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 mantener la calificación de AAA (Triple A) al programa de papel comercial descrito en este estudio, que refleja nuestra opinión sobre su capacidad de pago en los términos y condiciones establecidas. 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. El desempeño del EBITDA depende del comportamiento de las ventas y de la mezcla de productos; pese a que las ventas locales y el margen bruto se ha presionado en los últimos años, por el entorno operativo y su efecto en el sector automotriz, la empresa continúa generando flujos positivos.

Participación en otros mercados. Continental TA mantiene empresas en Colombia y Chile, mercados más grandes, donde su participación está en crecimiento. Además, pertenecer al grupo Continental le ha permitido compensar en parte el menor dinamismo local con mayores exportaciones, con lo cual está diversificando mercados.

Flexibilidad financiera. Debido a la reducción en la generación operativa, el endeudamiento de Continental TA con relación a la generación operativa se ubica en niveles moderados, aunque esperamos que muestre una tendencia a reducirse para 2020 y 2021. La cobertura del gasto financiero con su flujo operativo es holgada lo cual refleja una alta flexibilidad financiera.

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, combinado con un menor dinamismo económico, 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 temporalmente la liquidez en la compañía, en función de su ciclo del negocio. Si bien su deuda financiera está concentrada en el corto plazo 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, tomando en cuenta la alta probabilidad de soporte de su principal accionista que la calificadora estima que estaría disponible en caso de que el emisor lo necesitara.

Fecha Comité: 27 de enero, 2020

Estados Financieros a: noviembre 30, 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 FMI espera una 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.

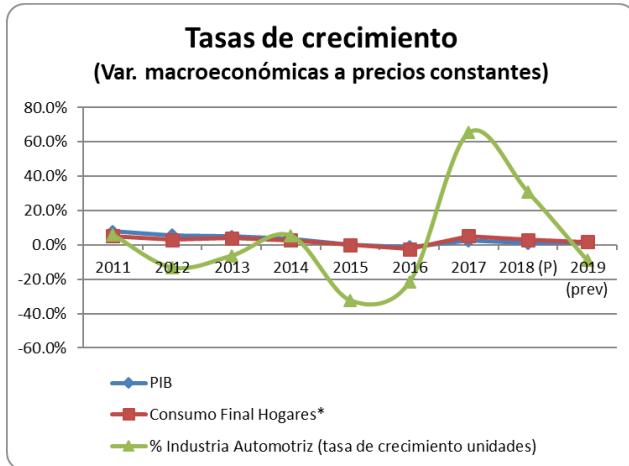
No obstante, tras la firma del convenio de financiamiento con el FMI, el Estado emitió el Decreto 883 que eliminaba el subsidio a la gasolina en el país. Sin embargo, a consecuencia de un paro nacional de gran magnitud, el decreto fue derogado el 15 de octubre de 2019 y se espera la emisión de un nuevo decreto que incluya medidas económicas para mayor captación de recursos económicos y su direccionamiento a los sectores más vulnerables. El 18 de noviembre de este año el riesgo país aumentó en un solo día en 32%, luego de que la Asamblea Nacional negara la reforma económica propuesta por el Ejecutivo. Esto implica un mayor costo marginal para nuevo endeudamiento en mercados internacionales. El nuevo proyecto se aprobó en la Asamblea y posterior a ello el Ejecutivo remitió el veto.

Cabe mencionar que el 19 de diciembre de 2019 el Directorio del Fondo Monetario Internacional anunció la aprobación de un desembolso de 498 millones de dólares para ese mes¹.

¹ <https://www.elcomercio.com/actualidad/directorio-fmi-aprobacion-dinerio-ecuador.html>

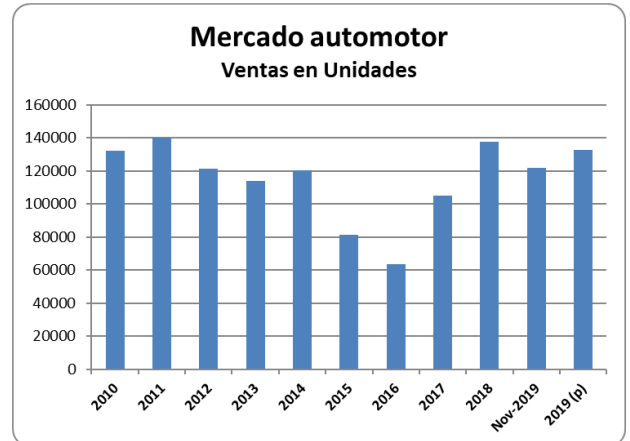


Gráfico 1



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

Gráfico 2



Fuente: 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, dinamismo que 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 nov-2019, se han colocado 121,654 unidades nuevas, cifra que anualizada podría dar lugar a una caída de apenas 3.6% 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 del 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.

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.

Por último, para el cálculo de los indicadores de cobertura, no se considera el gasto financiero implícito del arriendo debido a que ya se encuentra considerado dentro del gasto operativo en función del ajuste explicado en el párrafo anterior.

PERFIL DE LA COMPAÑÍA

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.

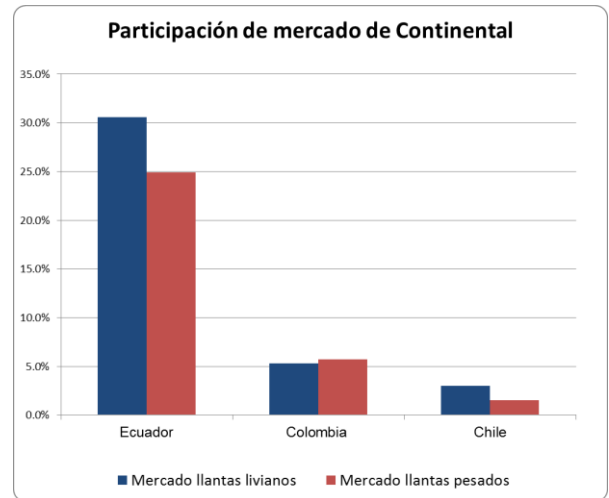
La empresa mantiene canales de distribución y servicio post venta, donde ofrece tanto productos de fabricación local como importados, en las principales ciudades del país; utiliza un sistema distribución y servicio de acuerdo con sus diferentes productos y marcas, con la red de talleres Erco Tires y 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. A nov-2019, en la empresa laboran 910 empleados, de ellos alrededor de un tercio conforman el Comité de Empresa, con el cual la Administración mantiene buenas relaciones actualmente. En 2020 se va a negociar el nuevo contrato colectivo, el anterior se firmó en mayo de 2018.

ESTRUCTURA DEL GRUPO

Como se dijo, Continental TA es el único accionista de Continental Colombia y de Continental Chile. Estas 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 son positivos desde 2017.

Por otro lado, la operación en Chile representa el 4% de los activos de Continental TA, es una operación pequeña que a 2019 obtuvo un resultado negativo, pero se espera una recuperación a partir de 2020.

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	noviembre-19
USD MM	34,969	33,607
Deuda Fin. / EBITDA	1.77	2.72

CONTINENTAL COLOMBIA			CONTINENTAL CHILE		
Deuda Fin.	USD		Deuda Fin.	USD	
2018	3,503	M	2018	724	M
noviembre-19	2,490	M	noviembre-19	1,649	M
Ut Oper.	1,267	M	Ut Oper.	105	M

Fuente: Continental Tire Andina Elaboración: BWR

*Datos a dic-2018 y nov-2019.

Pesos colombianos a 3,083:1, tipo de cambio de los EEEF preparados por Continental.

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%
CAPITAL SOCIAL (USD Miles)		74,894.88

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 88.5MM; 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 con 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 contribuyó a un cambio en el mix de ventas y una mejora en el margen bruto de la Compañía hasta el 2015, cuando el entorno operativo empezó a deteriorarse.

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 Estados Unidos 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 registran directamente en las empresas filiales. En Continental Ecuador se factura solamente lo que corresponde 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 noviembre-2019.

Hemos recibido de parte del emisor las proyecciones de los estados financieros para el período 2019-2021. La calificadora ha sensibilizado dichas proyecciones con el fin de incorporar su propia visión y expectativas.

Gestión Operativa y Tendencias

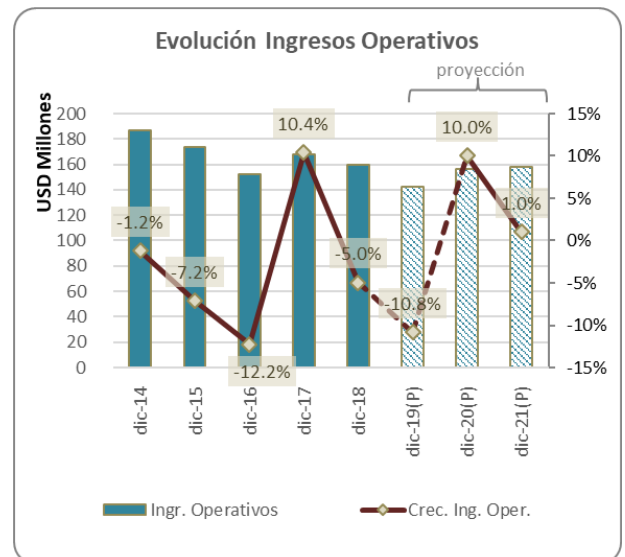
En los últimos dos años, Continental Tire Andina registra ventas decrecientes explicadas por la coyuntura económica del país, menores ventas de carros ensamblados localmente, y mayor competencia local. Adicionalmente, durante los 3 primeros trimestres de 2019 la mezcla de ventas de la empresa dio lugar a un margen bruto presionado, que también se vio afectado de la reducción de

ventas al sector público, que empezaron a recuperarse en el último trimestre del año. A nov-2019, dicho margen cayó a 16.94% (fue 19.10% en nov-2018), y se espera que a cierre de año llegue a 17.9%.

A nov-2019 las ventas de Continental suman USD 127.9MM, representan el 80.1% de las ventas al cierre de 2018 y bajan 11.8% anual frente a nov-2018, mientras el costo de ventas se contrajo un poco menos (9.5% anual) durante el mismo período.

Las cifras preliminares del cierre de 2019 apuntan a una contracción anual en ventas es 10.84%; la reducción en la caída se explica por cierta recuperación en el último mes del año. De todas maneras, hay un mejor desempeño de los ingresos operativos en el último trimestre debido a la reactivación de ventas al Estado y desde julio se observa un crecimiento importante de las exportaciones.

Gráfico 4



Fuente: Continental Tire Andina
Elaboración: BWR

Dicha mejoría en ventas incide también en el margen bruto; indicador que se recupera para nov-2019, frente a períodos anteriores. A futuro se espera que el margen se mantenga alrededor del 18%.

Las ventas de la empresa responden históricamente al entorno económico y a las regulaciones del sector automotriz. En 2018 el mercado automotor creció por segundo año consecutivo y para nov-2019 existe una recuperación en el nivel de ventas, que anualizada daría lugar a una contracción del -3.6% en las 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.

Para 2020 Continental TA estima una recuperación en el nivel de ventas del 10%, debido a ventas represadas a través del portal de compras públicas y la continuidad de las exportaciones hacia Estados Unidos y México. Para 2021 el crecimiento esperado es más conservador (1%).

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 lo largo de 2019, y dado el comportamiento de las ventas de Continental, el gasto operativo resultó más pesado; sin embargo, al cierre de 2019, así como para 2020 y 2021 se espera que la relación gasto operativo/ventas retorne a niveles similares a 2018 (alrededor del 14%).

El peso del egreso operativo a la fecha de corte se explica porque las ventas continúan debajo de sus niveles históricos y porque el gasto administrativo ha crecido 23.3% anual a nov-2019, debido a costos asociados a reducciones en la nómina.

margen bruto y la desaceleración del volumen de ventas afectan al EBITDA operativo, esto obedece a la coyuntura local actual, pues el mercado de exportación ha mantenido un desempeño más dinámico.

Es así que en proyecciones y pese a la recuperación de ventas represadas se espera un margen EBITDA de alrededor de 11% para 2019, con 10.7% para 2020 y 10.64% para 2021, frente a un 12.4% de 2018.

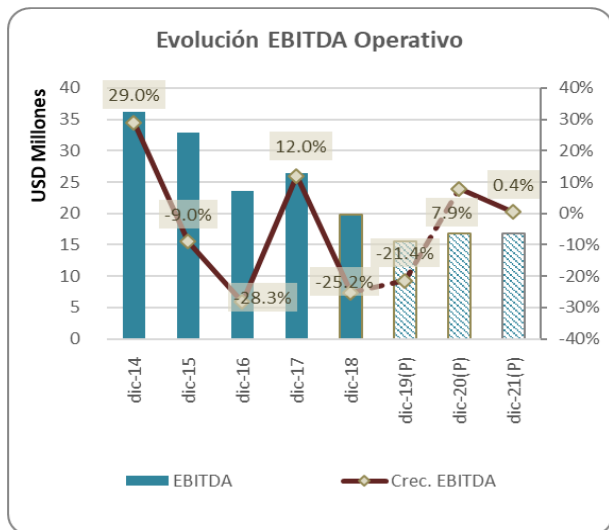
Si bien, el resultado neto a nov-2019 es negativo (en USD 664M), las cifras preliminares arrojan una utilidad pequeña para fines de año, debido a una recuperación en las ventas y por la reversión de gastos provisionados y no ejecutados. Adicionalmente, al cierre de 2019 se espera una mayor carga impositiva 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; en consecuencia, existiría un flujo de impuesto por pagar.

Desde el año 2018 se observa una reducción en la rentabilidad sobre activos (ROA: 2.47%) y sobre patrimonio (ROE: 4.46%); tendencia que se mantiene a nov-2019 y que hace que se proyecten indicadores presionados para 2019 (ROA: 0.36%, ROE: 0.65%), recuperándose para el año 2020 a 3.13% el ROA y a 5.48% el ROE.

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

A nov-2019, los activos de la empresa (USD 166.9 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 históricamente es una empresa con capacidad importante de generación de flujos operativos. La variabilidad de su EBITDA refleja el comportamiento de las ventas, del margen bruto y del gasto operativo. Desde 2018 la presión en el

ACTIVOS

	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	feb-19	ago-19	nov-19
Total Activo Corriente	61%	57%	54%	57%	57%	57%	57%	58%
Fondos Disponibles	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
Inversiones corto plazo	1%	1%	3%	2%	1%	0%	0%	0%
CxC Comerciales	27%	25%	22%	23%	25%	26%	24%	24%
Inventarios Neto	26%	23%	20%	23%	23%	22%	25%	25%
Otras cuentas por cobrar	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Gastos anticipados	4%	4%	5%	5%	4%	4%	6%	6%
Otros activos corrientes	0%	0%	0%	0%	1%	1%	0%	0%
Total Activo No Corriente	39%	43%	46%	43%	43%	43%	43%	42%
Propiedad, planta y equipo	38%	41%	43%	38%	38%	38%	37%	36%
Inversiones Emp. Relac.	1%	1%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
Activos Intangibles y Diferidos	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%
Otros activos financieros	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Otros activos	0%	0%	0%	1%	1%	1%	1%	1%
Total Activo	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

PASIVO Y PATRIMONIO

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

Fuente: Continental Tire Andina
Elaboración: BWR

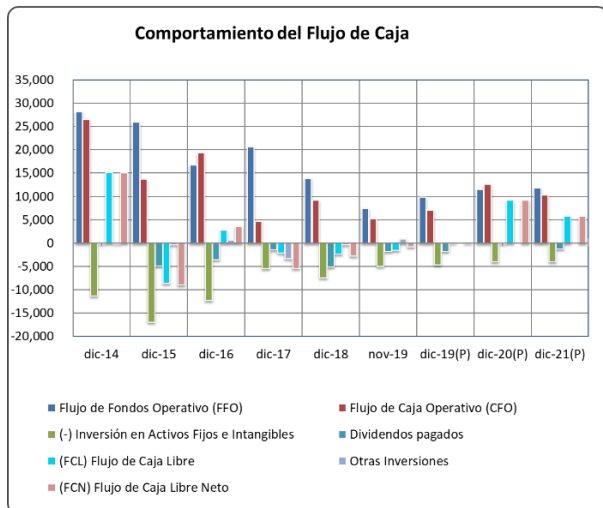


A nov-2019, el 24% del activo corresponde a cuentas por cobrar comerciales, con una recuperación promedio de 104 días. Un 25% adicional corresponde a inventarios, mismos que están compuestos mayoritariamente por productos terminados e incluyen materia prima, suministros, productos en proceso e inventario en tránsito, equivalentes a 130 días de costo de ventas.

Por último, en el caso de la propiedad, planta y equipo (36% 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.

FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y TENDENCIAS

Gráfico 6



Fuente: Continental Tire Andina
Elaboración: BWR

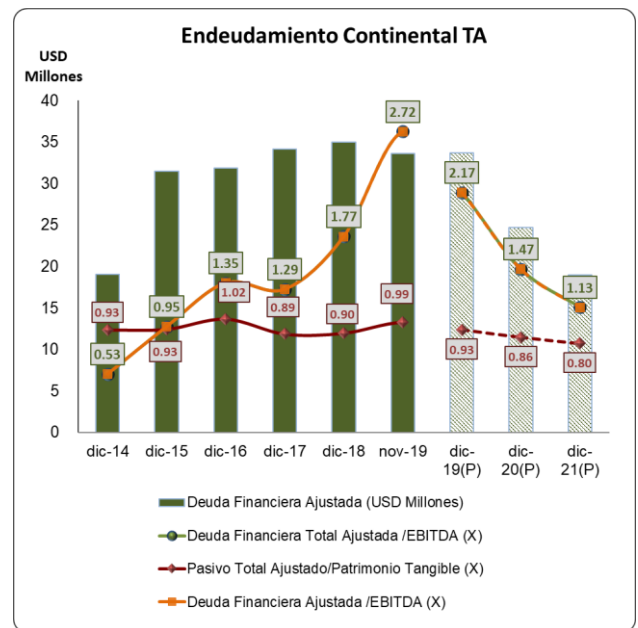
Continental TA genera flujos operativos positivos; a nov-2019 pese a la reducción tendencial del EBITDA, tanto el flujo de fondos Continental TA genera flujos operativos positivos; a nov-2019 pese a la reducción tendencial del EBITDA, tanto el flujo de fondos operativos (FFO) como el flujo de caja operativo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

En consecuencia, el flujo de caja libre (FCL) es negativo, pero se cubre con la utilización de excedentes de efectivo y equivalentes, por lo que a la fecha la deuda financiera en dólares es menor a la del 2018. De acuerdo con las proyecciones el FCL será positivo a partir de 2020, y será suficiente para disminuir de forma importante su endeudamiento.

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

Al menos en el horizonte de tiempo del programa calificado 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 y requerimientos coyunturales de capital de trabajo a nov-2019 la relación endeudamiento sobre EBITDA sube a niveles moderados. De acuerdo con las proyecciones cerraría el año en 2.17; para 2020 se reduciría a 1.47 veces y a 1.13 veces para 2021, lo cual se reflejará en menores requerimientos de refinanciamiento a futuro.

A nov-2019, el endeudamiento financiero se mantiene frente a 2018 en relación con el patrimonio tangible². Para el cálculo de este indicador se resta del patrimonio: USD 5.5MM de inversiones en relacionadas, USD 2,348M en

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.



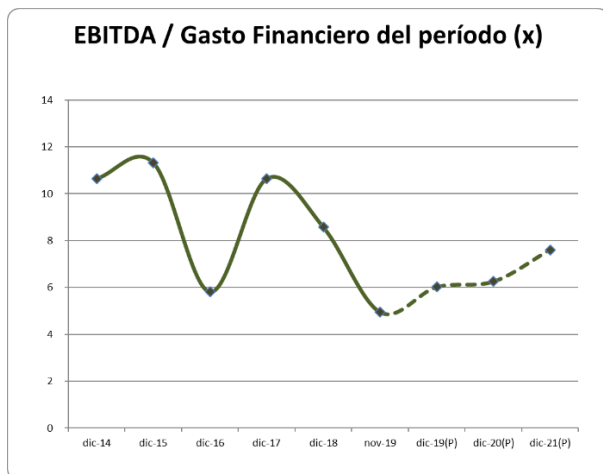
impuestos diferidos de largo plazo, USD 1MM por activos intangibles, USD 457M de otros activos corrientes y USD 316M de otras cuentas por cobrar, entre los rubros más importantes.

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 (su máximo fue 11 veces en 2015); a partir de 2018 este este indicador ha disminuido, pero se mantiene en niveles amplios (4.9 veces a nov-2019 frente a 8.57 veces de dic-2018; y 10.64 veces en dic-2017). Se espera que se mantenga arriba de 5 veces para los próximos años, 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 salió de balance.

Si bien el nivel de liquidez de Continental TA se contrae a la fecha de análisis por la menor generación, para 2020 y 2021 se espera que la empresa mejore su generación y que requiera menor refinanciamiento de corto plazo.

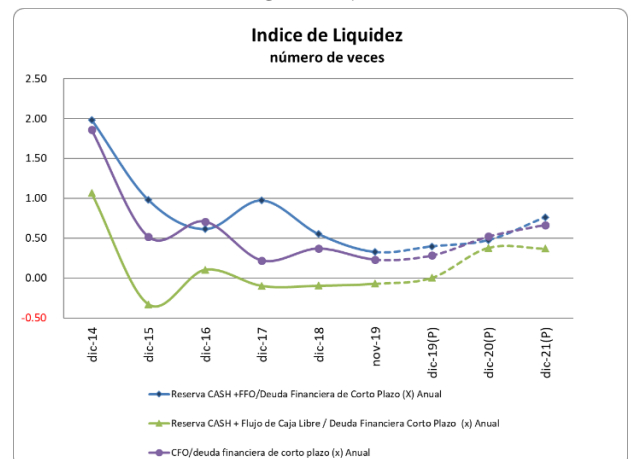
Históricamente, Continental TA ha tenido capacidad de renovar su deuda financiera con líneas locales abiertas, al ser considerado un buen sujeto de crédito. Además, de ser el caso,

la empresa cuenta con el soporte financiero de su Casa Matriz 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 salió de balance.

Si bien el nivel de liquidez de Continental TA se contrae a la fecha de análisis por la menor generación, para 2020 y 2021 se espera 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.

Gráfico 9



Fuente: Continental Tire Andina
Elaboración: BWR

A la fecha de corte, el 50.15% de la deuda financiera corresponde a operaciones de crédito con bancos locales; de esta, el 23.64% vence en el corto plazo. El 49.85% 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

El presente programa tiene garantía general, por lo cual está respaldado por todos los activos no gravados del emisor, cuya calidad se analizó en un apartado anterior. En el cuadro siguiente se aprecia la probable prelación de pasivos en un escenario de liquidación.

Fecha de corte	nov-19
Activo Ajustado (USD M)	157,198
Activo Total (USD M)	166,902

Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	26,031	26,031	6.04
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	15,074	41,105	3.82
3era	Deuda sin garantía específica de balance	37,295	78,400	2.01
TOTAL		78,400	78,400	2.01

Los valores en circulación entran en el tercer grupo de prelación, que en caso de liquidación tendría una cobertura de 2.01 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.

Cabe indicar que la calificación otorgada se fundamenta en el análisis del emisor como negocio en marcha, el cual se describe a lo largo de este informe.

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	Activo corriente	Pasivo Corriente	Indicador Liquidez
jun-19	93,270,025	51,171,190	1.82
jul-19	92,003,613	50,157,196	1.83
ago-19	94,847,734	50,300,833	1.89
sep-19	97,139,215	51,236,823	1.90
oct-19	99,830,554	52,686,707	1.89
nov-19	97,269,070	51,847,244	1.88

Para el programa de papel comercial en circulación, 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 18.93% 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 el papel comercial emitido en 2018. En los últimos 6 meses no se han realizado negociaciones en el mercado secundario de dicho papel comercial.

CONTINENTAL TIRE ANDINA						PROYECCIONES BWR		
(Miles de USD)	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	nov-19	dic-19	dic-20	dic-21
Resumen Balance								
Caja y Equivalentes de Caja	6,548	6,386	8,974	7,051	4,941	5,801	6,000	6,000
Cuentas por Cobrar Comerciales	38,989	37,415	34,567	40,096	39,443	38,896	40,758	41,166
Inventarios	35,518	32,084	38,150	38,143	41,830	38,539	38,462	38,847
Activos fijos	63,528	66,711	62,912	61,660	60,150	59,136	55,880	52,624
Otros Activos	11,010	14,092	19,293	16,451	20,537	18,392	18,800	19,360
Total Activos	155,593	156,688	163,895	163,401	166,902	160,764	159,900	157,996
Cuentas por Pagar Proveedores	13,531	11,164	14,015	11,921	11,558	11,686	13,826	13,964
Deuda Financiera Total	31,416	31,850	34,142	34,969	33,607	33,628	24,680	18,982
Deuda Financiera Corto Plazo	26,374	27,317	21,174	25,043	24,696	24,785	24,198	15,482
Deuda Financiera Largo Plazo	5,041	4,533	12,968	9,926	8,911	8,843	482	3,500
Contingentes que deban ser considerados como deuda financiera	0	0	0	0	0	0	0	0
Otros Pasivos	28,025	31,502	25,233	25,957	33,235	26,566	30,083	32,200
Total Pasivos	72,972	74,516	73,390	72,847	78,400	71,879	68,588	65,146
Patrimonio	82,621	82,172	90,505	90,553	88,501	88,884	91,312	92,850
Resumen de Resultados								
Ventas	173,442	152,239	168,051	159,660	127,928	142,359	156,595	158,161
Costo de ventas	-133,164	-123,078	-133,991	-129,677	-106,260	-116,857	-127,625	-128,901
Otros ingresos operativos	-	-	-	-	-	-	-	-
Egresos operativos	(18,880)	(18,867)	(19,926)	(22,059)	(19,160)	(19,937)	(22,198)	(22,417)
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	21,398	10,294	14,134	7,925	2,508	5,565	6,772	6,843
Ingresos y gastos no operativos neto	-491	315	185	944	-25	-498	626	633
Gasto Financiero del período	(2,906)	(4,064)	(2,484)	(2,305)	(2,295)	(2,578)	(2,677)	(2,212)
Impuestos a la renta	(4,144)	(2,788)	(3,338)	(3,614)	(1,646)	(3,154)	(2,551)	(2,806)
UTILIDAD NETA	13,689	3,788	9,640	4,041	-664	581	2,502	2,790
Otros resultados integrales	0	0	397	345	0	-431	0	0
RESULTADO INTEGRAL DEL AÑO	13,689	3,788	10,037	4,386	-664	150	2,502	2,790
Resumen Flujo de Caja								
EBITDA OPERATIVO	32,904	23,607	26,431	19,762	11,342	15,523	16,754	16,825
(-) Gasto Financiero del período	-2,906	-4,064	-2,484	-2,305	-2,295	-2,578	-2,677	-2,212
(-) Impuesto a la renta del período	-4,144	-2,788	-3,338	-3,614	-1,646	-3,154	-2,551	-2,806
(-) Dividendos " preferentes " pagados en el período	0	0	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	25,853	16,754	20,609	13,843	7,400	9,792	11,526	11,807
(-) Variación Capital de Trabajo	-12,187	2,592	-15,961	-4,616	-2,185	-2,749	1,070	-1,491
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	13,666	19,346	4,647	9,227	5,215	7,043	12,596	10,316
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	-491	315	185	944	335	556	626	633
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	0	0	-360	-1,054	0	0
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	0	-985	0	0	0	0	0	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-4,870	-3,571	-1,495	-5,088	-1,802	-1,802	-75	-1,251
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-16,994	-12,315	-5,277	-7,382	-5,084	-4,732	-4,000	-4,000
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	0	0	-150	-100	80	80	0	0
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-8,689	2,790	-2,089	-2,399	-1,615	91	9,147	5,697
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	12,416	434	2,292	827	-1,362	-1,341	-8,948	-5,697
OTRAS INVERSIONES NETO	-2,141	-3,386	2,385	-351	867	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	1,586	-162	2,588	-1,923	-2,110	-1,250	199	0
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	6,548	6,386	8,974	7,051	4,941	5,801	6,000	6,000
Indicadores								
Patrimonio Tangible	78,329	72,778	82,620	81,280	78,797	77,670	79,918	81,124
% crecimiento en ingresos operativos	-7.2%	-12.2%	10.4%	-5.0%	-11.8%	-10.8%	10.0%	1.0%
MARGEN EBIT (%)	12.3%	6.8%	8.4%	5.0%	2.0%	3.9%	4.3%	4.3%
MARGEN EBITDA (%)	19.0%	15.5%	15.7%	12.4%	8.9%	10.9%	10.7%	10.6%
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	9.90	5.12	9.30	7.01	4.22	4.80	5.31	6.34
EBITDA/cargos fijos(intereses y cuota leasing del periodo)(x)	11.32	5.81	10.64	8.57	4.94	6.02	6.26	7.60
EBITDA/ Gasto Financiero del período (x)	11.32	5.81	10.64	8.57	4.94	6.02	6.26	7.60
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDA OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	0.95	1.35	1.29	1.77	2.72	2.17	1.47	1.13
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDA OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	0.76	1.08	0.95	1.41	2.32	1.79	1.11	0.77
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ Capitalización (%)	28%	28%	27%	28%	28%	27%	21%	17%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.98	0.61	0.97	0.55	0.33	0.40	0.48	0.76
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	0.52	0.71	0.22	0.37	0.23	0.28	0.52	0.67
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	(0.33)	0.10	(0.10)	(0.10)	(0.07)	0.00	0.38	0.37
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	(0.41)	(0.02)	0.01	(0.11)	(0.03)	0.00	0.38	0.37

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 2020.